

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Analýza příčin a dopadů finanční krize
Analysis of reasons and effects of financial crisis

Student:

Lenka Jakůbková

Vedoucí bakalářské práce:

Ing. Karel Hlaváček, Ph. D.

Ostrava 2009

Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.

V Ostravě dne 7. května 2009

Lenka Jakůbková

Obsah

1	Úvod	6
2	Typologie finančních krizí.....	8
2.1	Měnová krize.....	9
2.1.1	Příčiny měnové krize	10
2.1.2	Průběh měnové krize	10
2.1.3	Dopady měnové krize	11
2.2	Bankovní krize	11
2.2.1	Příčiny bankovní krize a její průběh.....	11
2.3	Úvěrová (dlužnická) krize.....	13
2.3.1	Příčiny vzniku a průběh úvěrové krize	13
2.3.2	Dopady úvěrové krize	13
2.4	Systematická finanční krize	13
3	Americká hypoteční krize v letech 2007–2008	15
3.1	Historická struktura trhu s hypotékami a jeho instituce	15
3.2	Nástroje hypotečního trhu v USA	17
3.3	Úrokové sazby amerického trhu.....	19
3.4	Období předcházející krizi.....	21
3.4.1	Pád technologických akcií	21
3.4.2	Snížení základních úrokových sazeb	22
3.4.3	Cenová bublina na trhu s nemovitostmi.....	24
3.4.4	Subprime (trh s rizikovými hypotékami).....	25
3.5	Průběh krize	28
3.6	Shrnutí průběhu hypoteční krize	32
4	Analýza příčin a dopadů krize na americký trh	34
4.1	Možné příčiny hypoteční krize.....	34
4.1.1	Obchodování přes internet a následné splasknutí technologické bubliny	34
4.1.2	Zásahy amerického centrálního bankovního systému	34
4.1.3	Chování bankovního sektoru.....	35
4.1.4	Sekuritizace	35
4.1.5	Obchodování s ABS (Asset Backed Security)	36
4.1.6	Postavení a hodnocení ratingových agentur.....	38
4.2	Dopady hypoteční krize na americký trh.....	40
4.2.1	Makroekonomické dopady.....	40
4.2.2	Mikroekonomické dopady	43

4.3	Reakce americké centrální banky	46
4.4	Reakce vlády	47
4.5	Shrnutí příčin a dopadů hypoteční krize na americký trh.....	48
5	Závěr.....	49
	Seznam použité literatury	52

1 Úvod

Krize, a nejenom ekonomická, doprovází lidskou společnost od nepaměti, proto je nezbytné každou krizi pochopit, analyzovat, poučit se z jejího vývoje a dopadu a být tak náležitě připraveni na možný příchod krize další.

V posledním období od roku 1992 až do současnosti došlo ve světové ekonomice k několika významným finančním krizím, mezi které můžeme zařadit evropskou krizi (rozpad ERM v letech 1992–1993), latinskoamerickou „tequila“ krizi (vyvolanou problémy Mexika v letech 1994–1995), asijskou krizi (1997–1998), ruskou krizi (1998), argentinskou krizi (2001–2002) a krizi na americkém trhu hypoték (2006–2008), která postupem času prostoupila do světových ekonomik a prakticky trvá až do současnosti.

Finanční krize nejsou novým jevem, přesto se krize dvacátého prvního století od těch minulých liší. Finanční inovace a rostoucí globalizace finančních trhů s sebou přinesly vznik nových prvků finanční krize. Těmito prvky jsou nákazové šíření krizí ze země původu do dalších ekonomik a rychlý přenos vedlejších účinků krizí z finančního do reálného sektoru.

Samotný vznik a průběh krize nebývá dostatečně dopředu zřetelný. Projeví se s jistým časovým zpožděním, kdy už krizi nelze zabránit. Neudržitelná makroekonomická politika, nepříznivý vývoj externích podmínek, nadměrně rizikové chování firemního a bankovního sektoru a nestabilní finanční systém se dají považovat za indikátory nastávající krize.

Světová ekonomika je v současné době zasažena následky finanční krize, jež se vyvinula z krize hypoték na americkém trhu v létě roku 2007. Během následujících měsíců zasáhla ostatní sektory amerického hospodářství a začala se přelívat prakticky do všech světových ekonomik. Její intenzita prudce zesílila během roku 2008, kdy s sebou smetla giganty finančního trhu na Wall Street, mnoho institucí a investorů z různých koutů světa.

Do dnešního dne byla zasažena především cyklická odvětví citlivě reagující na změny poptávky (např. automobilový a letecký průmysl, sektor informačních technologií a jiná odvětví dodavatelského průmyslu). Zpravidla se jedná o obory doplácující na změnu preferencí spotřebitelů. Spotřebitelé upřednostňují spoření před spotřebou.

Výkyvy na akciových trzích, rostoucí ceny surovin a nejistota, s níž se potýkají firmy a domácnosti, málo likvidní úvěrové trhy, klesající důvěra mezi účastníky trhů představují rozsáhlý negativní šok na agregátní poptávku stimulující hospodářský růst.

Situace panující na světových trzích bývá připisována řadě faktorů, nejčastěji nezodpovědnému a ziskem zaslepenému chování bankovního sektoru.

Cílem této bakalářské práce je analyzovat dosavadní průběh krize na americkém trhu, možné příčiny vzniku krize a její dopady na americké hospodářství.

Za účelem splnění těchto stanovených cílů je práce rozdělena do tří hlavních kapitol. V první, teoretické kapitole jsou představeny hlavní kategorie finančních krizí. Pozornost je věnována především nejčastějším příčinám vzniku těchto krizí a jejich spouštěcím mechanismům. Dále jsou rozebrány průběhy jednotlivých krizí, vzájemné vazby a propojování mezi nimi a v neposlední řadě jejich dopady do reálné ekonomiky.

Praktická část je přímo zaměřena na hypoteční krizi amerického trhu. Druhá kapitola představuje strukturu amerického trhu s nemovitostmi spolu s institucemi na něm působícími, jsou zde představeny úrokové sazby používané na americkém trhu a vývoj, který předcházel samotné krizi. Následující průběh hypoteční krize vystihuje chování bankovního sektoru, finančních i nefinančních institucí, běžných občanů a jiných subjektů trhu, kteří byli do jisté míry zodpovědní za vznik hypoteční krize nebo byli krizí postiženi. Tato kapitola představuje finanční inovace a nástroje, pomocí nichž se krize zrodila a dále šířila z bankovního sektoru do jiných sektorů amerického hospodářství.

Třetí, závěrečná kapitola se snaží odhalit možné indikátory a bezprostřední příčiny krize na americkém trhu hypoték. Jsou zde rozebrány dopady na americký trh, jmenovitě na vývoj makroekonomických ukazatelů a dopady do mikroekonomické sféry. Závěrem jsou popsány reakce centrálních autorit, které se snaží zmírnit dopady krize a zabránit jejich přesunu do ostatních odvětví amerického hospodářství a jiných světových ekonomik.

2 Typologie finančních krizí

Většinou se krizí rozumí sestupná fáze hospodářského cyklu, kolísání ekonomické činnosti. Pod pojmem finanční krize si řada lidí představuje zcela odlišný obsah. V odborné literatuře je finanční krize definovaná takto:

Podle Českého finančního slovníku z roku 1973 se finanční krize vymezuje jako „... krize státních financí za kapitalismu. Spočívá v tom, že stát není schopen hradit své závazky úvěrem. Finanční krize může být též původním jevem krize peněžní, resp. krize úvěrové. Někdy se jí rozumí rovněž krize peněžně úvěrová ...“. Finanční krize je tedy spojována s finančním hospodařením daného státu.

Podle Analýzy příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech, Musílek (2004), je dle uvedených autorů finanční krize definována následovně:

Goldsmith (1982) uvádí, že finanční krizi je velmi obtížné přesně definovat, přičemž je vždy pouze zřejmé, že finanční krize propukla. Přesto tento termín charakterizuje jako „... prudké, okamžité, ultracyklické zhoršení všech nebo velké většiny finančních indikátorů – krátkodobé úrokové sazby, ceny aktiv (akcie, nemovitosti, půda), insolventnost firem a úpadky finančních institucí ...“.

Bordo (1987) definuje finanční krizi jako „... změnu v očekávání z důvodu obavy úpadku finančních institucí, směřující ke konverzi reálných a nelikvidních aktiv do peněžní formy ...“.

Mishkin (1996) uvádí, že finanční krize „... je nelineární rozvrat finančních trhů, zvyšující problém informační asymetrie v důsledku výskytu nepříznivého výběru a morálního hazardu a projevující se poklesem alokační efektivnosti finančních trhů ...“.

Přístup k finančním krizím podle Mezinárodního měnového fondu (MMF) je: „Systémové finanční krize jsou potenciálně těžké rozpady finančních trhů, které, při zhoršení schopností trhů efektivně fungovat, mohou mít silné nepříznivé efekty na reálnou ekonomiku.“

V zásadě můžeme finanční krize rozdělit do tří základních skupin:

- měnová krize,
- bankovní krize,
- úvěrová krize.

2.1 Měnová krize

Pojmem měnová krize se označuje útok domácích i zahraničních investorů na jistou měnu tím, že přemístí svá aktiva v postižené měně do aktiv v cizích měnách. Následkem je znehodnocení kurzu postižené měny.

Měnové krizi vždy předchází vývoj dané ekonomiky, který vyvolává obavy finančních investorů, zahraničních i domácích, ze znehodnocení kurzu dané měny, tzv. devalvační očekávání. Investoři očekávají, že se jejich aktiva v postižené měně tímto znehodnotí, a tudíž klesne cena jimi držných finančních aktiv. Tyto zvýšené obavy pak mají za následek změnu určitých ekonomických veličin, které často nastupují před samotnou měnovou krizí. Ve srovnání s předchozím obdobím se makroekonomické veličiny chovají neobvykle. Jde např. o nadhodnocený reálný měnový kurz, zpomalení exportu, pokles měnových rezerv centrální banky, pokles cen akcií a nemovitostí, vysokou inflaci apod.

Podle některých názorů však mohou být měnové krize vyvolány útokem finančních spekulantů, kteří, obavami z možné devalvace např. v souvislosti s krizí probíhající v jiné zemi, přesunou držená aktiva do jiných měn. Odliv kapitálu ze země mohou také způsobit politické otřesy či nepříznivé ekonomické informace. Odliv kapitálu pak může nastat postupně nebo dokonce náraz. Tímto vzniká tlak na devalvací kurzu, kterému se po určitou dobu bankám daří čelit kurzovými intervencemi a zvýšením úrokových sazeb, aby zabránily odlivu kapitálu ven ze země. Měnové rezervy se však kvůli velkému tlaku investorů rychle vyčerpají a to i tehdy, když jsou banky posíleny úvěry ze zahraničí.

Obvykle se krize projeví ve vývoji měnového kurzu. Často je jen rozšířeno flukтуаční pásmo, jindy je přímo provedena devalvace. Postižená měna někdy opustí režim fixního kurzu a přejde do režimu řízeného nebo volného floatingu.

K tomu, aby banka zabránila dalšímu znehodnocení kurzu, slouží úvěry zejména z oficiálních zdrojů, jako je MMF, Světová banka, rozvojové banky, vlády aj. Tyto zdroje pak banka použije hlavně k uspokojení požadavků věřitelů a kurzovým intervencím. K nápravným opatřením patří zejména restriktivní měnová politika, která má za následek zvýšení úrokových sazeb a držení kapitálu v zemi, restriktivní fiskální politika, která má utlumit celkovou poptávku a tím i inflaci a deficit běžného účtu. Dalšími nápravnými opatřeními jsou privatizace, deregulace podnikání s cílem snížení inflace nebo regulace zahraničního obchodu. Zmíněná opatření by měla obnovit důvěru zahraničních subjektů a tím i příliv zahraničního kapitálu zpět do země.

2.1.1 Příčiny měnové krize

Za jednu z hlavních příčin se považuje stahování aktiv finančními spekulanty v postižené měně a následné převedení do měny jiné.

Další z možných příčin měnových krizí je, pokud daná země udržuje režim fixního měnového kurzu.

Formy fixního měnového kurzu:

- fixní kurz bez oscilace,
- kurz s pásmem oscilace alespoň $\pm 1\%$ okolo centrálního kurzu,
- fixní kurz s pravidelným posunem, kdy je posun nejčastěji odvozován od vývoje domácí a zahraniční inflace,
- posuvné zavěšení s pásmem oscilace alespoň $\pm 1\%$.

K znehodnocení měnového kurzu může dojít i ve flexibilním měnovém režimu, jako je např. řízený floating, kde dochází v menší míře nebo vůbec k obraně kurzu intervencemi centrální banky, což má za následek přeměnu dané měny v měnu zahraniční z měnových rezerv této centrální banky. Na rozdíl od fixního kurzu se rezervy nevyčerpávají. Proto je krize v tomto případě méně pravděpodobná.

2.1.2 Průběh měnové krize

Pro vznik a průběh měnových krizí jsou rozhodující hlavně toky soukromého kapitálu. Z počátku prochází země příznivým hospodářským vývojem, který se projevuje přílivem zahraničního kapitálu do země. Tento příliv dále pokračuje do doby, než se v zemi objeví určité varovné signály. Důsledkem je klesající důvěryhodnost dané ekonomiky, již doprovází odliv kapitálu ze země a devalvace její měny. Následkem znehodnocení měny je horší schopnost splácet zahraniční úvěry poskytnuté bankami v předcházejícím období. Jedním z následků devalvace je i inflace. Banky zvyšují své úrokové míry, ale ani toto opatření nezastaví odliv kapitálu. Schopnost podniků splácet zahraniční úvěry v domácí měně prudce klesá a banky se svými příjmy upadají do vysokých ztrát. Tím, že podniky hledají pomoc v zahraničí, roste zadluženost domácích podniků i hrubá zahraniční zadluženost. Země tak není schopna sama řešit své ekonomické problémy a obrací se o pomoc na MMF a rozvinuté ekonomiky.

Schopnost rychlé reakce a připravenost na náhlé změny vnějších podmínek je předpokladem zamezení vzniku finanční krize. Míra obranyschopnosti je závislá na stabilní a dlouhodobě udržitelné makroekonomické politice orientované na růst a konkurenceschopnost dané ekonomiky.

2.1.3 Dopady měnové krize

Dopady měnových krizí můžeme rozdělit na:

- mikroekonomické:
 - úpadky v podnikové sféře,
 - problémy bankovního sektoru,
- makroekonomické:
 - růst nezaměstnanosti,
 - pokles HDP,
 - pokles životní úrovně,
 - nárůst inflace,
 - dopady na platební bilanci státu.

Měnové krize bohužel nezůstávají omezeny pouze na devizové trhy a jejich účastníky. Mívají nepříznivé dopady i na ekonomiky postižených zemí. Mají za následek bankroty v podnikové sféře, vedou k hlubokým hospodářským recesím a k růstu nezaměstnanosti.

2.2 Bankovní krize

Od měnové krize se odlišuje krize bankovní. Ta vzniká tzv. runem na banky vyvolaným obavou z neschopnosti bank splácet své závazky, kdy klienti bank předčasně vybírají svá depozita. Bankovní krize se projevuje buď odlivem depozit a následným odkladem splácení závazků, nebo díky pomoci vlády ani k tomuto odkladu nedojde.

Běžně se rozsah bankovní krize posuzuje na podílu klasifikovaných úvěrů, při mezinárodním srovnání je však velmi obtížné tento pojem vymezit. Např. ČNB rozlišuje v závislosti na stanovených kritériích (finanční situace klienta, počet dní zpoždění ve splácení apod.) úvěry standardní (s dobou prodlení do 30 dní), sledované (31–90 dní), nestandardní (91–180 dní), pochybné (181–360) a ztrátové (nad 360 dní).

2.2.1 Příčiny bankovní krize a její průběh

Bankovní krize nejsou vyvolány pouze jedním faktorem. Mezi jejich hlavní příčiny řadíme:

- nadměrné poskytování úvěrů, které nejsou zadluženými klienty spláceny ve lhůtě splatnosti,
- prudký pokles cen cenných papírů nebo hypoték,
- hromadné výběry vkladů z bank,
- makroekonomická nestabilita,
- patrné změny v tržním ocenění aktiv bank (akcií, nemovitostí),

- změny devizových kurzů (v řadě případů přispělo ke krizi znehodnocení měn, které zvýšilo náklady na obsluhu relativně vysokého bankovního dluhu a tvrdě dopadlo na banky, typickým příkladem je východoasijská bankovní krize v roce 1998),
- výše úrovně a nestability úrokových sazeb (důsledkem vysokých úrokových sazeb je obvykle skutečnost, že pouze málo úvěrů je řádně spláceno),
- nedostatečná legislativa a její chabé uplatňování,
- chyby managementu a vlastníků,
- transparentnost a informovanost (pro stabilitu bankovního sektoru jsou významné důvěryhodné informace a odpovídající aktuálnost všech údajů o jednotlivých bankách, snaha zatajit údaje má obvykle negativní důsledky pro samotnou banku i bankovní sektor jako celek).

Méně častou příčinou může být i neschopnost včasného, správného a bezpečného zúčtování plateb z důvodu nedostatečně rozvinutého platebního styku v bankovním systému dané země.

Vysoký příliv zahraničního kapitálu je typickou příčinou vzniku finanční krize. Tento kapitál získaný ze zahraničí se v tuzemsku přeměňuje na domácí úvěry. Ty jsou často poskytnuty na financování nekvalitních projektů, což má za následek nedobytné úvěry, chybějící při splacení zahraničních závazků. Nedostatek likvidních bankovních aktiv může být prohlouben věřiteli, kteří panicky začnou po bankách požadovat své vklady jak v měně domácí, tak i zahraniční.

Dalším mechanismem přenosu měnové krize do bankovního sektoru jsou dopady restriktivní měnové politiky, kdy centrální banky zvýší komerčním bankám úrokové sazby na poskytované úvěry, což vede k nižší dostupnosti zdrojů a k prohloubení nedostatku likvidity ke splacení bankovních závazků. Růst těchto úrokových sazeb se pak přenáší do tržních sazeb s dopady do podnikové sféry.

Mezinárodní měnový fond označuje za bankovní krizi takové problémy bankovního systému, kdy platí alespoň jedna z následujících podmínek:

- poměr „špatných“ aktiv k celkovým aktivům bankovního systému převýšil 10 %,
- náklady na záchranu bank převýšily 2 % HDP.

Měnové a bankovní krize bývají často spojeny. Častěji předcházejí bankovní krize měnovým a to z toho důvodu, že devalvační očekávání jsou vyvolána inflačními, která vznikají z důvodu úvěrové pomoci centrální banky kolabujícím komerčním bankám.

2.3 Úvěrová (dlužnická) krize

Úvěrová krize je charakterizována jako všeobecné zamrznutí úvěrových pohledávek v důsledku platební neschopnosti a jejich řešení násilným způsobem anebo jednorázovými státně hospodářskými opatřeními.

2.3.1 Příčiny vzniku a průběh úvěrové krize

Pokud země není schopna splácet svůj veřejný či soukromý zahraniční dluh, pak vzniká krize úvěrová neboli dlužnická.

2.3.2 Dopady úvěrové krize

Finanční dopady z úvěrových krizí bývají zpravidla značné. Nejistota ohledně ztrát bank vyvolává růst nedůvěry na finančních trzích.

- Banky se bojí vzájemně si půjčovat a úrokové sazby na mezibankovním peněžním trhu jsou velmi vysoké.
- Banky a finanční instituce, které získávají zdroje zejména na finančních trzích, mají problémy s financováním svých obchodů.
- Dochází ke zpřísnění úvěrových podmínek rizikovějším klientům.

2.4 Systematická finanční krize

V dnešní době díky komplexnosti a provázanosti celosvětových trhů se stěží najde některá z předchozích krizí v čisté podobě. Dochází tak ke snaze vymezit obecnější pojem, který by definoval prolínání všech krizí, tedy bankovní, měnové i úvěrové. Podle Dvořáka (2008) se v české terminologii ujal pojem systematická finanční krize.

Riziková kombinace faktorů, které zvyšují citlivost země na vznik systematické finanční krize, je následující:

- nadměrný příliv kapitálu,
- nedostatečná regulace domácího bankovního systému,
- následná nadměrná úvěrová expanze,
- neefektivní využití zdrojů vede ke vzniku vnitřního, případně i vnějšího dluhového problému.

Výskyt je náhodný a naprosto nepředvídatelný. Události mohou vyvolat náhlou změnu očekávání, panické jednání investorů a spekulativní útoky.

Náklady a dopady finančních krizí jsou:

- ztráty výstupu,
- špatná alokace a nevyužívání zdrojů,
- vznik fiskálních a jiných výdajů,

- náklady na zabránění přenosu krize do jiných zemí,
- sestup cen aktiv a úpadky finančních a nefinančních institucí.

Podle Dvořáka (2008) má při vzniku systematické finanční krize rozhodující význam nadměrná úvěrová expanze a vyvolaný dluhový problém. Tato situace je zachycena v následujícím schématu 2.1.

Schéma 2.1: Dluhový problém jako příčina vzniku systematické finanční krize.



Zdroj: Dvořák (2008), strana 213.

Identifikace a měření systémových finančních krizí není jednoduchou záležitostí. Všechny typy krizí mají často mnoho společných příčin: vytváření neudržitelných ekonomických nerovnováh a nadhodnocení cen aktiv nebo devizového kurzu, v kontextu pak pokroucený finanční sektor a strukturální strnulost. Často mohou být krize způsobeny náhlou ztrátou důvěry v měnu nebo v bankovní sektor. Urychlením je pak náhlá korekce cen aktiv, zrušení kreditu nebo vnější finanční tok, který odkryje skrytou ekonomickou a finanční slabost.

3 Americká hypoteční krize v letech 2007–2008

Americká hypoteční krize odstartovala celosvětovou finanční krizi. Nedá se s jistotou říci, kdy přesně tato krize začala. Jako prvním segmentem hospodářství byl sice zasažen hypoteční trh, celkovým charakterem však tato krize představuje globální systematickou finanční krizi, jejíž základní příčinou je dluhový problém¹.

Jako každá jiná krize má i ona své kořeny někde v minulosti, což se promítlo do přítomnosti a zcela jistě to ovlivní i naši budoucnost. Je to jako lavina, která se nedá zastavit – ekonomiky jednotlivých států padají jako kostky domina, proto je tento stav s oblibou označováno jako dominový efekt.

3.1 Historická struktura trhu s hypotékami a jeho instituce

Působnost amerických bank a spořitelů byla do 20. let minulého století omezena jen na jednotlivé státy. Ke změně došlo roku 1932, kdy byla založena Federal Home Loan Bank, která se stala bankou vládní. Záruky za hypoteční úvěry omezené na dlouhodobé hypotéky na rodinné domy s pevnou úrokovou sazbou zajišťoval Federal Housing Administration (FHA) spolu s Veterans Administration (VA)². V roce 1934 byla pro podporu sekundárního trhu s hypotečními úvěry jištěnými FHA a VA založena vládní korporace Federal National Mortgage Association (FNMA neboli Fannie Mae), která byla roku 1969, kvůli válce ve Vietnamu, zprivatizována. Založením FNMA se rozvinul sekundární hypoteční trh, který měl pomoci nastartovat americké hospodářství po velké depresi z počátku 30. let 20. století. Díky vládním úřadům FHA a VA se prodej či sekuritizace³ hypoték stal snadnější. Finanční instituce vytvářející hypotéky a investoři sekundárního trhu se totiž kvůli státním garancím, které dlužníky chránily před neschopností splácet úvěr, příliš nezajímali o kreditní historii dlužníků nebo výši zástav.

Koncem 60. let 20. století se začal počet garancí snižovat a sekundární trh ochabl. Vláda se rozhodla trh s bydlením znovu probudit, v jednotlivých státech zavedla pravidla ochrany spotřebitelů před lichvou, následně vytvořila k dříve vzniklé FNMA další dvě vládou sponzorované agentury (GSE – Government Sponsored Enterprises). Dostaly názvy Government National Mortgage Association (GNMA neboli Ginnie Mae) a Federal Home

¹ Dvořák (2008), str. 295.

² Hypoteční úvěry mohou být pojištěny buď u běžných institucí k tomu určených, nebo u speciálních vládních institucí FHA a VA. U vládních institucí však musí žadatelé o pojištění proti neschopnosti splácení splňovat jistá kritéria; např. pojištění úvěru u VA je umožněno pouze tomu, kdo sloužil americké armádě a byl čestně propuštěn.

³ Sekuritizace je proces, pomocí něhož se z úvěrů vytvářejí likvidní CP. Sekuritizací aktiv získávají finanční instituce peněžní prostředky, které použijí na poskytnutí dalších úvěrů.

Loan Mortgage Corporation (FHLMC neboli Freddie Mac). Prvotním cílem FHLMC bylo zajištění sekundárního trhu s hypotečními úvěry poskytnutými federálně pojištěnými spořitelny. Hlavním cílem GNMA bylo pomáhat rodinám s nízkými příjmy, které by podle ostatních vládních programů hypotéku dostat nemohly, financovat své vlastní bydlení. GNMA na rozdíl od FHLMC a FNMA poskytuje záruky na splnění závazků z cenných papírů zajištěných hypotečními úvěry, vydávanými a schválenými poskytovateli hypotečních úvěrů a zajištěnými zásadně hypotečními úvěry pojištěnými FHA nebo zaručenými VA.

Do roku 1980 byla přesto převážná část hypotečních úvěrů vytvořena spořitelny a hypotečními bankami (savings and loans; S&L)⁴. Tyto instituce úvěry vytvořily, spravovaly a držely je ve svých portfoliích. S rostoucí sekuritizací hypotečních úvěrů se sloučení těchto funkcí v jedné instituci začalo měnit. Následně se FNMA, GNMA a FHLMC staly centrálními refinančními a úvěrovými ručiteli na trhu klientů se středními příjmy a předními sekuritizátory hypoték.

Proces sekuritizace přispěl k uvolňování hypoték do té míry, že je spořitelny a hypoteční banky nemusely držet ve svých portfoliích. Zároveň investoři do cenných papírů, jenž sekuritizací vznikly, se stávali dodatečným zdrojem financování. Zprostředkování a správa hypoték se staly oddělenými funkcemi, které již nebyly v kompetenci poskytovatelů úvěrů.

Zvyšující se ceny energií a surovin, inflační tlaky 80. let 20. století vedly FED⁵ ke změně své operační politiky. Krátkodobé úrokové sazby prudce vzrostly a výnosová křivka se obrátila, což znamená, že krátkodobé sazby překročily míru sazeb dlouhodobých. Protože většina z poskytnutých hypoték měla v té době stanovenou fixní úrokovou sazbu na 30 let a převážná část těchto hypoték byla v portfoliích S&L, znamenalo obrácení výnosové křivky insolventnost těchto institucí. Sazby na jejich nesplacených hypotékách byly totiž nižší než na jiných srovnatelných CP. Téměř 4 000 těchto institucí bylo odhadnuto v insolventci 150 miliard USD, což je dnešních 382 miliard USD⁶. Hlavním důvodem kolapsu byl plošný zákaz nabízení hypoték s proměnlivou úrokovou sazbou (ARM⁷) a nemožnost těchto institucí

⁴ S&L vytvořily v 80. letech zhruba 53% všech půjček v 90. letech pouhých 30%, naproti tomu komerční banky se na vytvořených půjčkách v 80 letech podílely 22% a o desetiletí později 33%; *Zdroj: U.S. Department of Housing and Urban Development.*

⁵ FED nebo Federal Reserve System je centrální bankovní systém Spojených států. Je složen ze tří orgánů: The Federal Reserve's Board of Governors (7 členná rada guvernérů), The Federal Reserve Banks (tyto rezervní banky se nacházejí ve 12 největších amerických městech – Atlanta, Boston, Chicago, Cleveland, Dallas, Kansas City, Minneapolis, New York City, Philadelphia, Richmond, San Francisco, St. Louis) a The Federal Open Market Committee (FOMC), která se skládá ze 7 členů rady guvernérů a ze zvolených 5 z 12 členů Federálních rezervních bank. FOMC se schází jednou za pět až osm týdnů k projednání měnové politiky. FOMC je odpovědná za formulaci měnové politiky, která má vést ke stabilní inflaci a hospodářskému růstu.

⁶ BARTH, James R.; LI, Tong; PHUMIWASANA, Triphon; YAGO, Glenn (2008)

⁷ ARM (adjustable rate mortgage)

pojistit si své úvěrové riziko. Reakcí Kongresu na krizi bankovního sektoru bylo rozšířit pravomoci spořitelů a hypotečních bank tak, aby mohly fungovat stejně jako banky komerční a povolil jim nabízet ARM, což mělo za následek delegování úrokového rizika na dlužníky. Širší pravomoci také znamenaly smazání rozdílů mezi různými typy bank. Většina půjček byla sekuritizována a zabalena, banky si je tedy ve svých portfoliích nenechávaly, a to dávalo prostor k diverzifikaci rizika. Tyto finanční inovace – sekuritizace a ARM – přispěly k rozvinutí amerického hypotečního trhu poskytnutím více různých zdrojů financování hypoték a spotřebitelům se dostalo na výběr z celé škály hypotečních produktů.

Vládou sponzorované agentury (FNMA, GNMA, FHLMC) výrazně pomohly rozvoji sekundárního trhu s bydlením. Dnes už zdaleka nejsou jeho jedinými subjekty. Jejich aktivity jsou zákonem omezeny do výše poskytnuté částky, která se podle typu hypotéky nebo oblasti, ve které se nemovitost nachází, může měnit. Díky těmto omezením uspokojují zbylou poptávku soukromé společnosti, které skupují vyšší pohledávky, vytvářejí z nich portfolia a vydávají CP jimi zajištěné. Do roku 1984 měly soukromé společnosti povinnost registrovat se u Komise pro cenné papíry (Securities and Exchange Commission – SEC). Zákon přijatý v roce 1984 o podpoře sekundárního trhu s bydlením již nevyžadoval povinnost emitentů CP vztahujících se k hypotečním úvěrům registraci. CP ale musely být zařazeny některou z ratingových agentur do jedné ze dvou nejvyšších kategorií hodnocení. Nedodržení podmínek ze strany poskytovatele hypotečního úvěru (prodávajícího), vede k povinnosti zpětného odkupu hypotečního úvěru, ukončení správy a jiným sankcím.

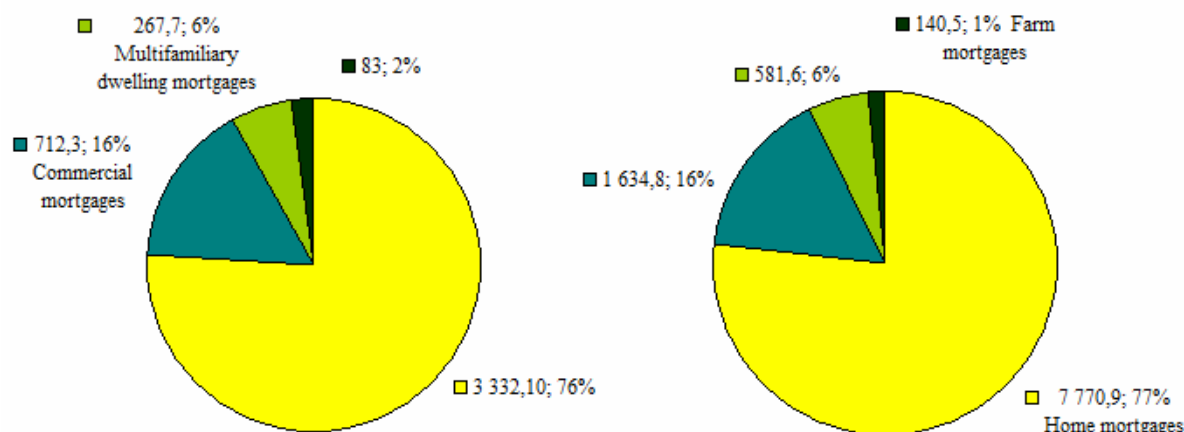
3.2 Nástroje hypotečního trhu v USA

Na americkém trhu se podle účelu poskytnutí rozlišují čtyři základní typy hypotečních úvěrů (hypoték):

- Home mortgages – tedy hypotéky poskytnuté za účelem koupě/financování rodinného domu.
- Multifamily dwelling mortgages – hypotéky poskytované více za účelem koupě/financování domu pro více rodin.
- Commercial mortgages – hypotéky k financování/koupi nemovitostí sloužících k podnikání.
- Farm mortgages – hypotéky poskytované za účelem financování/koupě pozemku.

V grafu 3.1 jsou znázorněny jednotlivé kategorie nesplacených hypoték a jejich změna za sledované období.

Graf 3.1: Poskytnuté hypotéky (do té doby nesplacené) dle jednotlivých kategorií za rok 1994 (vlevo) a 2004 (vpravo).



Zdroj: Board of Governors of the Federal Reserve System; www.federalreserve.gov

Z grafu 3.1 je zřejmé, že za sledovaných 10 let se procentuální zastoupení v jednotlivých kategoriích víceméně nezměnilo. Za to jejich objem se podstatně zvýšil díky několika faktorům, především nízkým úrokovým sazbám a úvěrové expanzi, a to následovně:

- počet hypoték poskytnutých na financování koupi rodinného domu stoupl ve sledovaném období o zhruba 133 %,
- počet hypoték na financování koupi bytového domu stoupl o 117 %,
- počet hypoték na financování koupi nemovitostí sloužících k podnikání stoupl o 130 %,
- počet hypoték k financování koupi pozemků stoupl o 69 %.

Zpravidla je doba splatnosti u hypotečních úvěrů 15 nebo 30 let. Důležitým prvkem při rozhodování o pořízení hypotečního úvěru je jeho úroková sazba. Úrokové sazby vycházejí u jednotlivých finančních institucí z mnoha faktorů; je to především sazba na mezibankovním trhu, za kterou finanční instituce peněžní prostředky získává. Velikost úrokové sazby u hypotéky tedy přímo vychází ze sazby tržní, přičemž může mít povahu sazby fixní nebo proměnlivé (nastavitelné).

- Fixní úroková sazba (fixed rate mortgage, FRM) je striktně stanovena na celou dobu splácení úvěru bez ohledu na to, jak se za tuto dobu mění tržní úroková sazba.
- Naproti tomu proměnlivá úroková sazba (adjustable rate mortgage, ARM) je úzce spjata a přímo navazuje na tržní úrokovou sazbu, takže se po dobu splácení její výše mění.

Při uzavírání hypotečního úvěru musí dlužník splatit tzv. discount points (diskontní body), což je úroková platba, kdy se jeden diskontní bod rovná jednomu procentu z celkové částky hypotéky (pokud si např. bere dlužník úvěr ve výši 500 000, banka mu stanoví na základě svých parametrů zaplatit 3 diskontní body z celkové částky, zaplatí tedy 3 % z 500 000, čili 15 000).

Stále se zvyšující požadavky žadatelů o úvěr vyvolaly mnoho změn ve finančnictví. Aby banky a jiné instituce nabízející úvěry přilákaly co nejvíce zákazníků a vyhověly tak nejlépe jejich požadavkům, začaly inovovat své produkty. Mezi takto vzniklé hypoteční úvěry se řadí:

- Automatic Rate-Reduction Mortgages – hypoteční úvěr, při němž věřitel automaticky snižuje úrokovou sazbu pokud tržní sazba klesá a naopak.
- Graduated-Payment Mortgages (GPM's) – u tohoto druhu hypotéky platí dlužník na začátku období nízké splátky, které se však zhruba od pátého roku začnou zvyšovat až do konce splatnosti hypotéky.
- Growing-Equity Mortgages (GEM's) – hypotéky, u kterých jsou prvotní splátky stejně vysoké jako u běžných hypoték, následující splátky se ale zvýší a to buď po část životnosti hypotéky nebo po celou dobu jejího splácení. Jsou tak rychleji splaceny než ostatní hypoteční úvěry.
- Second Mortgages – je to úvěr zajištěný majetkem, který je již jednou zastaven; peněžní prostředky u této hypotéky jsou však poskytnuty až po splacení hypotéky první a její úroková sazba je zpravidla vyšší, dlužníci tak získají potřebné finance, aniž by museli prodávat svůj majetek.
- Shared-Appreciation Mortgages (SAM) – tento druh úvěru umožňuje kupujícímu nemovitosti získat hypotéku s nižší úrokovou sazbou než je aktuální úroková sazba tržní. Na druhou stranu však musí instituci, která mu tuto výhodu poskytla, platit určitý obnos za každé zhodnocení majetku; je-li např. nemovitost prodána za vyšší cenu, než byla cena původní, je dlužník povinen část z tohoto zisku odvést finanční instituci.

3.3 Úrokové sazby amerického trhu

Ceny hypotečních úvěrů jsou na americkém trhu odvozovány od základních úrokových sazeb, přičemž záleží na samotné finanční instituci, kterou sazbu použije za sazbu referenční. Při stanovení konečné výše úrokové sazby se přihlíží k rizikovosti daného subjektu, který o úvěr žádá. Výsledná sazba je tak součtem referenční sazby a profitu nastaveného finanční institucí.

Mezi základní úrokové sazby amerického trhu patří:

- Federal Funds Target Rate (FFTR)

FFTR je klíčová krátkodobá úroková sazba na americkém trhu, kterou stanovuje FED a používají ji všechny finanční instituce, pokud mezi sebou obchodují. Stanovuje ji Federal Open Market Committee (FOMC). Tato komise rozhoduje o tom, zda se FFTR změní či nikoli. Pomocí operací na volném trhu, především nákupem a prodejem státních pokladničních poukázek, obligací a jiných CP udržuje FED tuto sazbu ve vhodné výši, aby tak dosáhl svého stanoveného cíle. V případě, že chce FED stáhnout peníze z oběhu, prodá CP různým institucím, a chce-li naopak do ekonomiky napumpovat více finančních prostředků, pak tyto CP nakoupí. FFTR je nejúčinnější nástroj pro regulaci amerického hospodářství, v případě vysoké míry inflace se sazba zvyšuje a v případě potřeby podpory ekonomiky se naopak snižuje. FFTR ovlivňuje jak domácí tržní úrokové sazby (U. S. Prime Rate), tak i zahraniční (LIBOR).

- Federal Discount Rate

Federal Discount Rate je úroková sazba, za kterou si mohou oprávněné finanční instituce půjčit finanční prostředky přímo od FEDu. Banky, jejichž rezervy klesly pod stanovenou výši, kterou určuje Federal Reserve's Board of Governors, využívají tyto prostředky k pokrytí svých ztrát. Představenstvo každé rezervní banky stanovuje tuto sazbu co 14 dní. Většinou si banky půjčují mezi sebou, využití toho způsobu k získání finančních prostředků je na posledním místě.

- U. S. Prime Rate

U. S. Prime Rate je běžně užívaná úroková sazba bankovního systému Spojených států. Veškeré finanční instituce amerického trhu užívají U. S. Prime Rate jako index nebo jako základní sazbu pro ocenění úvěrových produktů, které poskytují svým nejbonitnějším klientům. S přihlédnutím k riziku úvěru připočítávají k této základní sazbě marži. Tato úroková sazba platí celoplošně, v jednotlivých státech se tedy neliší. U. S. Prime Rate je pouze index nikoli nařízení, zákazníci se tedy mohou setkat s produkty, které mají úrokovou sazbu nižší než je tato. U. S. Prime Rate je vždy vázána na referenční sazbu FFTR: $\text{U. S. Prime Rate} = \text{FFTR} + 3 \%$, tzn., je-li FFTR ve výši 1,25 %, pak je U. S. Prime Rate rovna 4,25 %.

- London InterBank Offered Rates (LIBOR)

LIBOR je průměrná úroková sazba využívaná na londýnském mezibankovním trhu a zároveň dominantní referenční úroková sazba na světových kapitálových trzích, za kterou banky nabízejí depozita denominovaná v eurodolarech nebo dalších euroměnách. Každý den ji stanovuje British Bankers' Association (BBA). Existuje několik typů LIBOR s dobou

splatnosti od jednodenních (overnight), týdenních (1W, 2W) a měsíčních (1M, 2M, 3M, 4M, 5M, 6M, 9M, 12M) pro 10 světových měn nevyjímaje americký dolar. V podstatě je obdobou FFTR.

- TED spread

TED spread je rozdíl mezi úrokovými sazbami LIBOR a T-Bill⁸. Používá se jako indikátor kreditního rizika, protože T-Bill se považují za bezrizikové a LIBOR reflektuje kreditní ratingy korporátních dlužníků. Tím, jak se TED spread zvyšuje, zvyšuje se i riziko nesplácení.

3.4 Období předcházející krizi

Krizím nejčastěji předchází přehřátí ekonomiky, hospodářský růst zaznamenává velmi pozitivní hodnot, inflace i zaměstnanost jsou stabilní, na trhu panuje optimismus a všichni jeho účastníci věří, že tento trend vydrží do nekonečna. Ekonomické subjekty tak mnohdy ani nezaznamenají, že se na některém z trhů mohla vytvořit bublina, která vyhnala tržní ceny do nereálných výšin. Ne jinak tomu bylo i na amerických trzích.

V posledních desetiletích proudilo do americké ekonomiky masivní množství peněz ze zahraničí, a to zejména proto, že míra úspor zahraničních investorů (hlavně asijských) byla někdy mnohonásobně vyšší než míra úspor v USA. Díky dlouholeté prosperitě Spojených států a nízkým úrokovým sazbám tak bylo pro Američany velmi snadné získat finanční prostředky.

O tom, kdy přesně hypoteční neboli subprime krize nastala, by se dalo spekulovat. Její rozmach je nejaktuálněji rozebírán od roku 2006 až do současnosti, nyní se již hovoří o krizi finanční, která se zrodila právě z krize úvěrové.

Poslední významnou krizí na americkém trhu byla v 80. letech minulého století krize bankovního systému, na jejím konci se hospodářství Spojených států stalo silnější než kdy jindy. Tržní systém tedy fungoval plynule až donedávna.

3.4.1 Pád technologických akcií

Internet dokázal v průběhu 90. let 20. století přinést zisky několika tisícům firem po celém světě. Spousta z nich byla založena pouze na internetovém obchodování. Mezi nejznámější takto vzniklé společnosti patří např. eBay, internetové vyhledávače jako jsou Google, Yahoo!, zpravodajské portály, společnosti zabývající se internetovým marketingem apod. Na počátku nového tisíciletí začaly americké firmy masivně investovat do tohoto

⁸ Sazba státních pokladničních poukázek v USA.

poměrně nového v budoucnu slibného odvětví. Věřily, že se jim jejich miliardové investice do pěti až deseti let několikanásobně vrátí.

Převážnou část peněžních prostředků získávají firmy v USA emisí akcií. Vlastníci se takto rozrůstají a akcie firem vlastní téměř 80% amerických domácností, které se kvůli koupi často zadlužují. Akcie technologických společností zpočátku své majitele neklamaly.

Z grafu 3.2 je zřetelné, jak se index NASDAQ⁹ v roce 2000 vyšplhal k hodnotě 4 500 bodů, což je téměř pětkrát vyšší hodnota než z roku 1996. Během několika následujících měsíců se ale propadl až na 2 000 bodů a v dalších dvou letech k hodnotě 1 200 bodů (body vyjadřují virtuální hodnoty technologických firem obchodovaných na americkém trhu; ve velké míře jde o uměle vytvořenou nadhodnotu vyvolanou vírou akcionářů v růst tržeb a zisků těchto firem). Akciová bublina tak splaskla a hodnoty technologických firem se vrátily na hodnoty z roku 1996, které vyjadřují jejich reálnou hodnotu.

Graf 3.2: Bodový vývoj indexu NASDAQ v období 1995–2005.



Zdroj: Board of Governors of the Federal Reserve System; www.federalreserve.gov

Propady akcií měly za následek zánik mnoha amerických firem. Společnosti začaly masivně propouštět své zaměstnance, omezovat investice, domácnosti výrazně omezily svou spotřebu a kurz dolaru díky přesunu investic ze Spojených států do zahraničí začal oslabovat. Od tohoto okamžiku se růst amerického hospodářství začal zpomalovat.

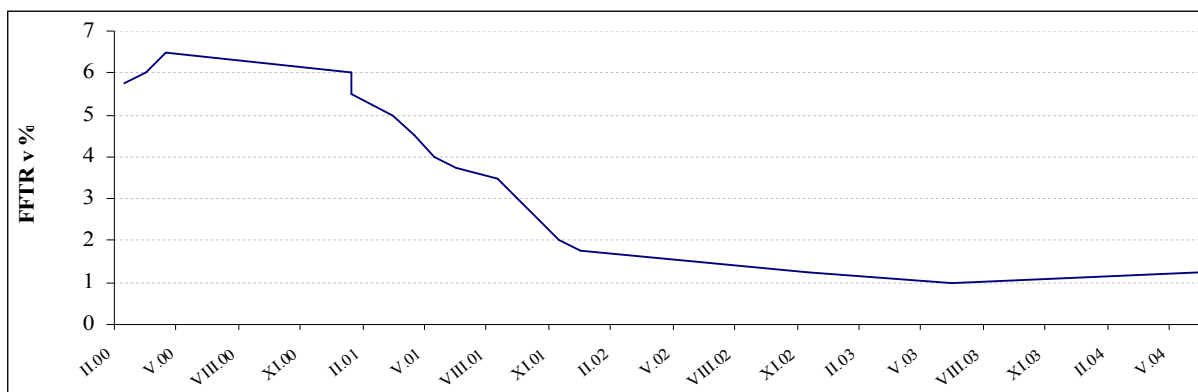
3.4.2 Snížení základních úrokových sazeb

Celosvětový růst hospodářství a převážně růst hospodářství USA nastal díky mohutné úvěrové expanzi. Následkem propadu akcií na burze počátkem tohoto tisíciletí se však

⁹ NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotations; je to největší světový mimoburzovní elektronický trh, založen roku 1938; vlastní a ovládá ho společnost *The Nasdaq Stock Market, Inc.*

americké hospodářství začalo přibližovat k recesi. FED (pod vedením tehdejšího guvernéra Alana Greenspana) se proto změnou své monetární politiky rozhodl obnovit likviditu postupným snižováním úrokových sazeb.

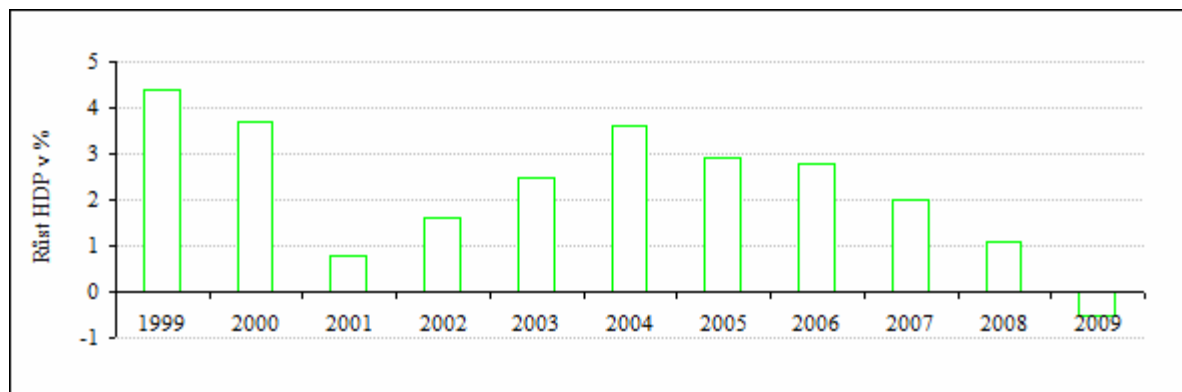
Graf 3.3: Základní úroková sazba FEDu (FFTR) od 2. 2. 2000 do 30. 6. 2004.



Zdroj: Wall Street Journal; www.wsjprimerate.us

Cílem bylo povzbudit americkou ekonomiku levnými půjčkami, podpořit investice a obnovit spotřebu obyvatelstva. Firmám, které neúspěšně investovaly na akciovém trhu, se tak nabízel alternativní způsob levného financování svých podnikatelských aktivit. Díky snížení úrokových sazeb se ekonomika nezhroutila a od roku 2001 se její výkon začal znovu zvyšovat. Z grafu 3.4 je vidět, jak se hospodářství díky včasnému zásahu FEDu v roce 2002 stabilizovalo.

Graf 3.4: Vývoj HDP v USA v letech 1999 až 2009.



Zdroj: Eurostat; <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>

Pozn. hodnota roku 2009 (-0,5%) je předpokládanou hodnotou.

3.4.3 Cenová bublina na trhu s nemovitostmi

Propad akcií na trhu v letech 2000–2002 zapříčinil pokles zájmu širšího spektra investorů o tyto cenné papíry. Nižší výnosy z akcií dohnaly investory k hledání alternativních výnosů. Byly to právě nemovitosti, ve kterých většina z nich spatřovala příležitost budoucího zisku. Na tomto trhu dlouhodobě přetrvávala nerovnováha mezi nabídkou a poptávkou. Od 90. let 20. století se převis poptávky stále zvyšoval a to mělo za následek růst cen nemovitostí.

Bublina s nemovitostmi se na území Spojených států začala vytvářet kolem roku 2001 a svého vrcholu dosáhla v roce 2005. Mezi touto dobou stoupaly ceny nemovitostí ročně v průměru o 11 %. Hlavními příčinami této ekonomické bubliny byly:

- rapidní nárůst v oceňování nemovitostí,
- rozmach stavebního průmyslu, nepřiměřený nárůst počtu nemovitostí k nárůstu populace,
- historicky nízké úrokové sazby kapitálového trhu a z toho vyplývající poskytování nekvalitních hypoték,
- laxní praktiky bank a úvěrových pracovníků,
- spekulativní horečka a jiné.

Přestože ceny nemovitostí v USA stoupaly, napříč státy byly velmi rozdílné. Nedá se tedy mluvit o jedné národní bublině, ale o více bublinách lokálních. V metropolích jako je Tampa, Miami, San Diego, Los Angeles, Phoenix a Washington DC byly nemovitosti přeceněny dokonce až o 80 %, jak znázorňuje obrázek 3.1. V každé z těchto oblastí se ale přecenění projevilo v jinou dobu. Rostoucí ceny nemovitostí v USA byly doprovázeny značným růstem v míře soukromého vlastnictví nemovitostí – viz graf 3.5.

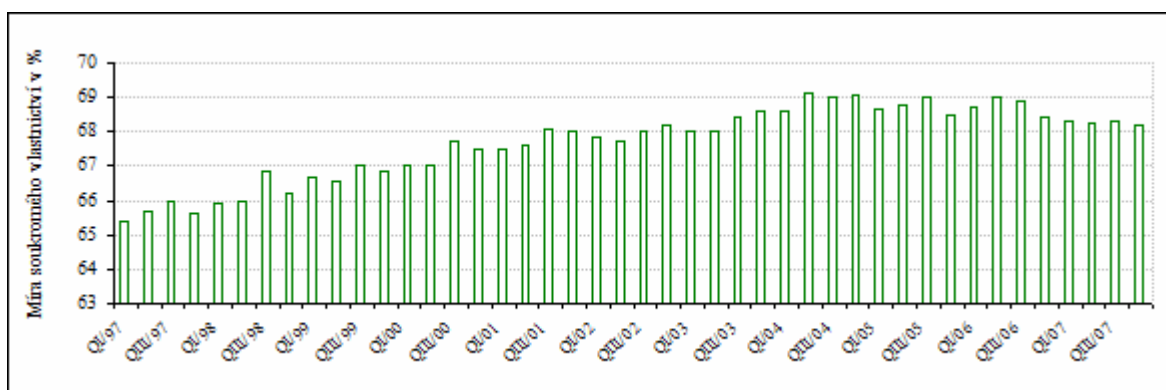
V období snižování úrokových sazeb a rostoucích cen nemovitostí (tj. mezi léty 2002–2005) se soukromá míra vlastnictví nemovitostí díky uvolněným podmínkám pro poskytnutí úvěru výrazně zvyšovala, což je z grafu 3.5 patrné. Dlouhodobý průměr soukromého vlastnictví nemovitostí na americkém trhu pro období 1965 až 2008 je roven 65,2 %. Ve 2. kvartálu roku 2004 dosáhla zmíněná míra hodnoty 69,2 %, což je nejvyšší hodnota od počátku sledování tohoto ukazatele. I když hodnota ukazatele klesla ve druhé polovině roku 2008 o více než 1 p. b., pohybuje se jeho hodnota nad dlouhodobým průměrem o přibližně 3 %, což vede k nesouladu v poptávce a nabídce na trhu s nemovitostmi.

Obrázek 3.1: Nadhodnocené nemovitosti dle jednotlivých států za období 1998 až 2006.



Zdroj: United States housing bubble; www.wikipedia.org

Graf 3.5: Vývoj míry soukromého vlastnictví nemovitostí v USA.



Zdroj: U.S. Census Bureau, www.census.gov

3.4.4 Subprime (trh s rizikovými hypotékami)

Subprime hypotéky (neprvotřídní, rizikové hypotéky) zahrnují půjčky klientům s neúplnými nebo zhoršenými kreditními předpoklady. Dlužníci jsou charakterističtí špatnou kreditní historií a nejistým příjmem.

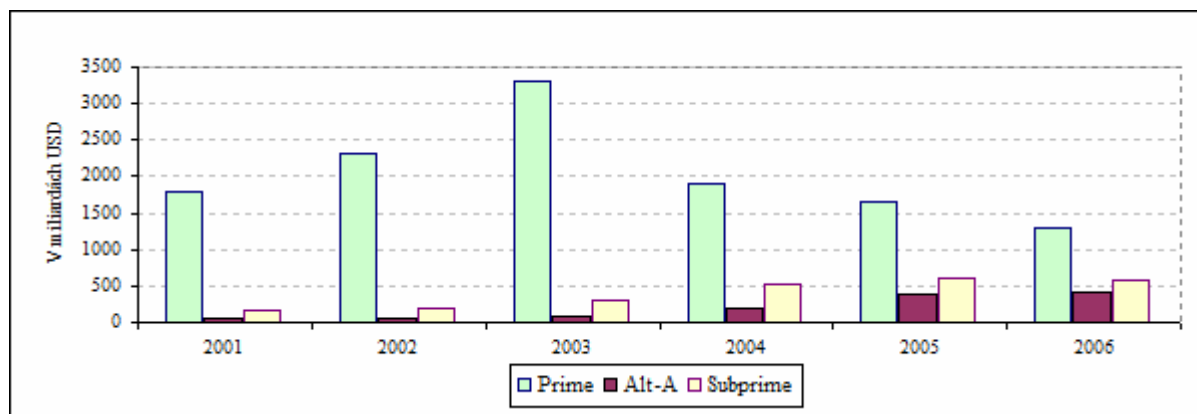
Trh s rizikovými hypotékami se počátkem 90. let minulého století ohromně rozrůstal zásluhou mnoha faktorů. Jednou z hlavních příčin růstu na trhu s rizikovými hypotékami bylo poskytování hypotečních úvěrů lidem, kteří by si v době, kdy úrokové sazby nedosahovaly tak nízké úrovně, koupí nemovitosti dovolit rozhodně nemohli. Obecně můžeme alternativní

dlužníky rozdělit do tří skupin. Hranice mezi jednotlivými skupinami jsou dány počtem dosažených bodů v tzv. FICO¹⁰ skóre.

- Prime
 - Tito dlužníci jsou typičtí výbornou platební morálkou, bonitou, a jsou schopni doložit výši svého příjmu. Jejich FICO skóre nesmí klesnout pod hodnotu 700 bodů.
- Alt-A
 - Alt-A hypotéky jsou poskytovány bonitním klientům, kteří ale nejsou schopni nebo nechtějí doložit výši svých příjmů nebo si pořizují nemovitost k investičním účelům. FICO skóre se nachází mezi 620 až 700 body.
- Subprime
 - FICO skóre dlužníků je nižší než 620 bodů.

Úvěrová expanze začala kolem roku 2001. Pokles úrokových sazeb vedl k výraznému růstu v poskytování hypoték, jak jde vidět z grafu 3.6. Subprime hypotéky se podílely na celkově vydaných hypotékách 9,1 procenty, Alt-A hypotéky 2,5 procenty a prime hypotéky zbylými 88,4 procenty. Tehdejší průměrná cena jedné hypotéky byla 151 000 USD.

Graf 3.6: Poskytnuté hypotéky dle jednotlivých druhů za období 2001 až 2006.



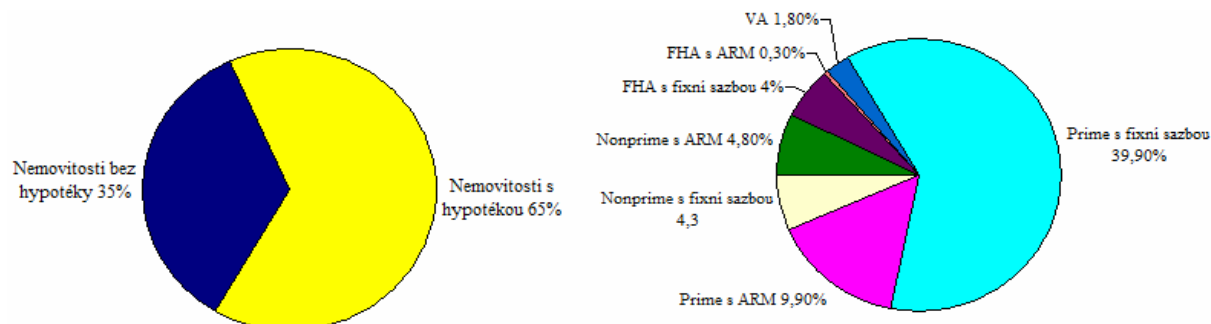
Zdroj: Board of Governors of the Federal Reserve System; www.federalreserve.gov

Z výše uvedeného grafu 3.6 je patrná změna struktury poskytnutých hypoték. Zatímco mezi roky 2001 až 2003 dosahovaly prime hypotéky, nejčastěji vydávané vládou sponzorovanými agenturami (FNMA, GNMA, FHKMC), nejvyššího podílu v poskytnutých hypotékách 88,4 %, od roku 2004 se jejich podíl začal snižovat. V roce 2006 zaujímaly prime hypotéky 56,5 %, Alt-A hypotéky 17,4 % a subprime hypotéky 26 %.

¹⁰ Metoda hodnocení dlužníků vytvořená Fair Isaac Company. Minimální skóre je 300 bodů a maximální 850 bodů. Metoda odhaduje pravděpodobnost delikvence či úpadku dlužníka.

Nemovitosti, jež byly zastaveny, představovaly ke konci 2. čtvrtletí roku 2007 65 % všech nemovitostí. Uvedená kategorie nonprime v následujícím grafu 3.7 je součtem subprime a Alt-A hypoték.

Graf 3.7: Procentuální zastoupení jednotlivých typů hypoték ke konci 2. čtvrtletí 2007.



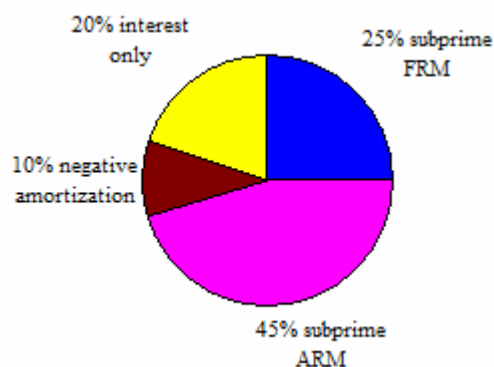
Zdroj: Mortgage Bankers Association; www.mbaa.org/default.htm

Ve stejném období byl zaznamenán rozvoj netradičních hypotečních produktů:

- Interest only
 - dlužník po stanovenou dobu 5 let, někdy dokonce až 10 let, splácí pouze úrok, po uplynutí doby se mu k pravidelné úrokové částce připočte i splátka úvěru.
- Negative amortization
 - dlužník splácí nižší úrok než má předepsaný, po uplynutí určité doby se k celkové sumě úvěru připočte suma rozdílu ze zaplacených a předepsaných úroků. Celková poskytnutá částka úvěru přesahuje cenu nemovitosti až o 20 %.
- Hybridní ARM
 - 2/28 nebo 3/28; tyto hybridní úvěry v sobě obsahovaly jak složku fixní tak pohyblivou. Číslo před lomítkem určuje dobu v letech, po kterou je úrok fixován na velmi nízké úrovni, číslo za lomítkem určuje počet zbývajících let, kdy fixní sazbu vystřídá sazba tržní tedy proměnlivá.
 - Ve zvláštních případech měli dlužníci možnost odkladu splátek úvěru i splátek úroků. Mohlo se tedy stát, že po dobu dvou až tří let byli od splácení zcela osvobozeni. Úvěr začali splácet po uplynutí sjednané doby.

Nejvíce populárními se od roku 2003 staly hypotéky s proměnlivou úrokovou sazbou. Zastoupení jednotlivých subprime půjček znázorňuje následující graf 3.8.

Graf 3.8: Podíl jednotlivých subprime hypoték na celkových poskytnutých subprime hypotékách mezi roky 2004 až 2006.



Zdroj: Mortgage Bankers Association, www.mbaa.org/default.htm

Někdy bývají půjčky poskytované nebonitním klientům označovány jako NINJA (no income, no job, or asset – půjčky lidem bez příjmu, bez zaměstnání nebo majetku) nebo liar půjčky (kdy dlužníci lhali o výši svých příjmů a jiných skutečnostech).

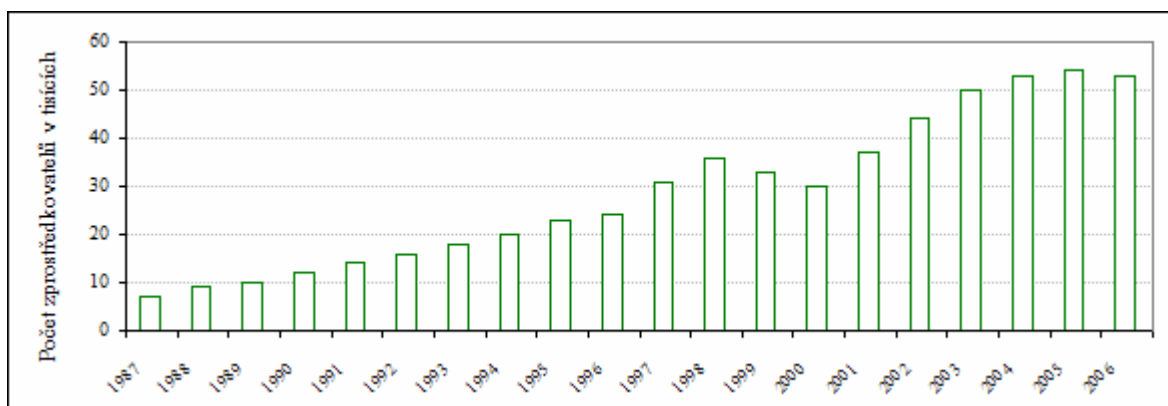
3.5 Průběh krize

Nízké úrokové sazby během let 2001 až 2005 vyvolaly v bankovním sektoru nadměrnou expanzi úvěrových produktů. Trend posledních let ve zvyšující se míře soukromého vlastnictví nemovitostí vypovídá o snaze amerických rodin bydlet „ve svém“. Miliony lidí bez ohledu na výši příjmu nebo svou profesi, využilo historicky nízkých sazeb k získání úvěru.

Původci úvěrů, banky a finanční instituce, poskytovali hypotéky klientům přímo ve svých pobočkách, prostřednictvím telefonu nebo internetu a pomocí externích pracovníků. Nejvíce hypoték bylo sjednáno díky externím pracovníkům institucí poskytujících úvěry. Ti byli vysokými provizemi podněcováni nikoli ke kvalitě, ale spíše ke kvantitě poskytnutých služeb. Čím více hypoték sjednali, tím vyšších provizí dosáhli. Navíc nenesli žádnou odpovědnost, zda dlužník bude moci do budoucna úvěr splácet. V tomto případě tedy spíše než o selhání tržní šlo o selhání morální.

Počet externích hypotečních zprostředkovatelů se díky inovacím v bankovníctví od 80. let 20. století výrazně zvýšil, jak ukazuje i následující graf 3.9.

Graf 3.9: Počet hypotečních zprostředkovatelů (fyzických osob) od roku 1987 až 2006.



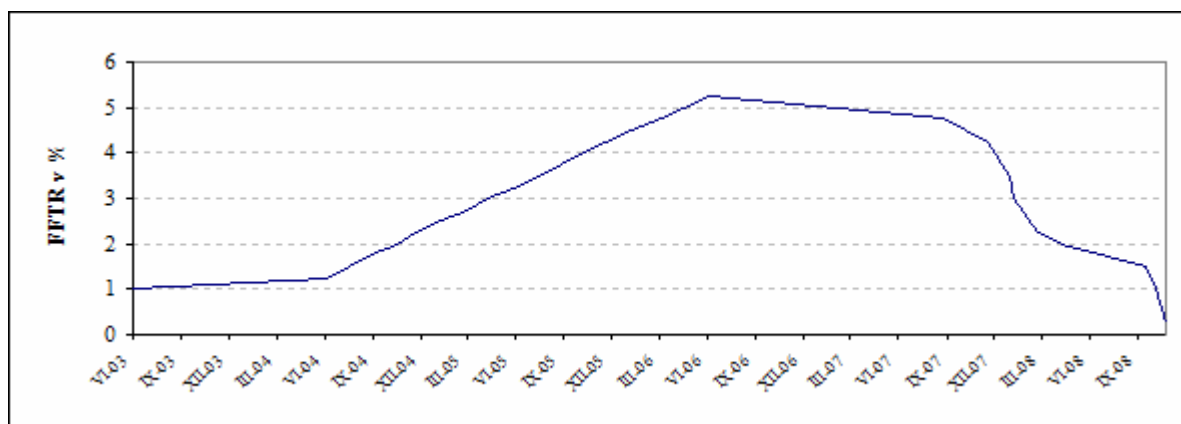
Zdroj: Wholesale Access, www.wholesaleaccess.com

Půjčky jako např. interest only, hybridní ARM nebo půjčky s odkladem splátek pobízely klienty k tomu vzít si hypotéku nad limit, který si mohou dovolit. Dlužníci navíc věřili, že půjčku budou moci refinancovat, jakmile ceny nemovitostí porostou. Refinancováním splatí dlužník původní hypotéku další hypotékou na stávající nemovitost s nižší úrokovou sazbou.

Nedílnou součástí v poskytování hypoték tvoří analytikové úvěrového rizika. Ti rozhodují o tom, je-li riziko půjčování jednotlivým dlužníkům přijatelné. Ohodnocení potenciálního dlužníka trvalo zhruba jeden týden. Banky začaly vydávat průvodce, aby úvěrovým zprostředkovatelům pomohly v analýze různých aspektů pro poskytnutí úvěru. V roce 2007 bylo téměř 40 % všech subprime hypoték generováno automatickou analýzou. S automatickým systémem mohly instituce zabývající se půjčkami vydat rozhodnutí do 30 sekund. Vytvořené úvěry byly původcem úvěrů prodávány dalším subjektům, zpravidla investičním bankám nebo společností, které si banky vytvořily za účelem převedení svého majetku. Banky tak doslova prodaly svá práva na měsíční splátky investorům, čímž na ně převedly svá úvěrová rizika. Sekuritizací vzniklé CP byly dále obchodovány na kapitálovém trhu a dostaly se do portfolií mnoha institucí, společností a vlád po celém světě.

Levné peníze časem vyvolaly hrozbu vysoké míry inflace. FED se tedy rozhodl dne 30. 6. 2004 k postupnému zvyšování základní úrokové sazby FFTR.

Graf 3.10: Základní úroková sazba FEDu (FFTR) od 25. 6. 2003 do současnosti.



Zdroj: Wall Street Journal; www.wsjprimerate.us

Úrokové sazby na převážné části subprime hypoték s ARM byly fixovány na 2 až 3 roky a po uplynutí této doby se úrok ve většině případů zorientoval na dolarový LIBOR. Od června 2004 do června 2008 se LIBOR z 2 % vyšplhal na 5,5 % i spolu s fully indexed rate,¹¹ která se z 8 % zvýšila na 11,5 %. Úroková sazba státních pokladničních poukázek, od kterých se většinou odvozují sazby u Alt-A hypoték s ARM, vzrostly na stejnou výši. Změny v sazbách vyvolaly i navýšení v měsíčních splátkách u dlužníků, kteří si vzali hypotéku s pohyblivou úrokovou sazbou. Končilo-li tedy fixní období někomu, kdo si vzal hypotéku na 150 000 USD zhruba někdy v polovině roku 2006, zvýšila se mu po resetování úroku jeho měsíční splátka o 25 %, tedy asi o 250 USD.

Dlužníci mohli navýšení měsíčních splátek obejít pomocí refinancování současné hypotéky. Spousta dlužníků tohoto způsobu využila, ale když ceny nemovitostí přestaly stoupat, stalo se refinancování nemožným. Dlouhodobě se rozvíjející trh s nemovitostmi se náhle v mnoha částech US koncem léta 2005 pozastavil a o rok později se některé státy potýkaly s nadměrnou zásobou nemovitostí díky jejich klesajícím cenám a následnému snížení prodeje. Změnu nominálních cen nemovitostí ve 20 metropolitních oblastech znázorňuje Case-Shillerův index¹². Je počítán jako tříměsíční průměr dolarové hodnoty domů na americkém trhu obývaných jednou rodinou.

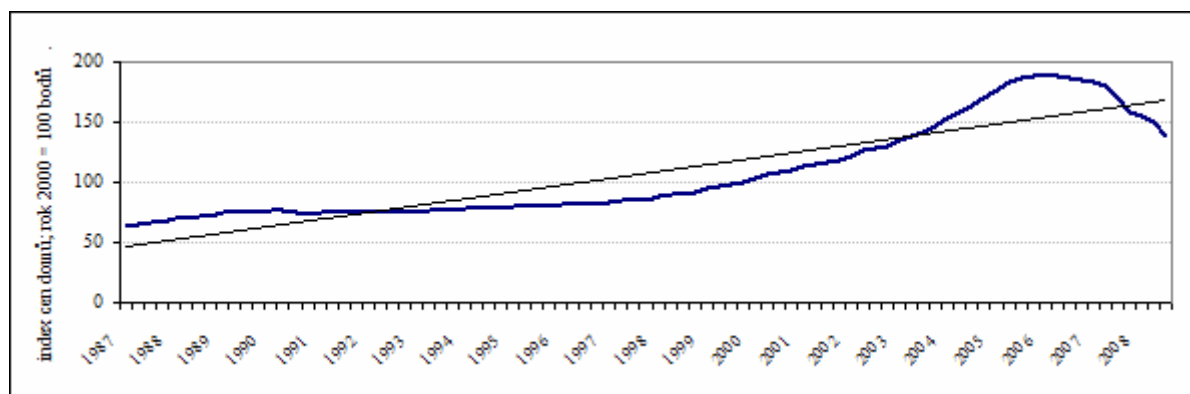
Z následujícího grafu 3.11 je zřejmé, jak se ceny od splasknutí technologické bubliny a poklesu hodnoty akcií kolem roku 2000 začaly zvyšovat a uměle nadhodnocovat po dobu

¹¹ Fully indexed rate je součet úrokové sazby, ze které vychází cena úvěru, a marže, kterou si instituce poskytující úvěr sama nastaví. Marže bývá zpravidla 2 až 3 % pro prime dlužníky a u subprime dlužníků se pohybuje kolem 5 a více procent.

¹² Tento přístup byl vypracován ekonomy Karlem Casem, Robertem Shillerem a Allanem Weisssem. Indexy jsou normalizovány na hodnotu 100 v prvním čtvrtletí roku 2000. Index je používán od roku 2001.

zhruba 7 let, i následné prasknutí během roku 2007. Koncem roku 2008 vykazoval Case-Shillerův index největší cenový pokles v jeho historii.

Graf 3.11: Case-Shillerův index.



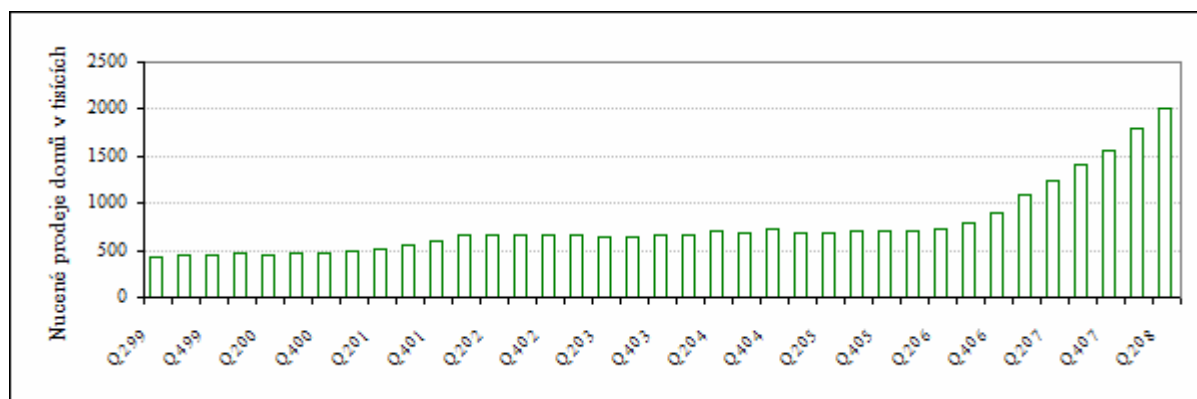
Zdroj: www.wikipedia.org; Case-Shiller Index

Náhle propady cen nemovitostí spolu s vysokými úrokovými sazbami na trhu nejenže znemožnily refinancování úvěrů, ale skončila tím i éra levných hypotečních a jiných úvěrů. Z důvodu poklesu cen zástav a rychlým zvyšováním úrokových sazeb docházelo ke zpoždění ve splátkách hypoték ze strany dlužníků či k úplné neschopnosti dostát svým závazkům. Řada dlužníků si vzala úvěr bez přemýšlení, s opomenutím čtení smluvních dodatků psaných drobným písmem a často i bez znalosti angličtiny. Právě v oblastech, kde žilo nejvíce přistěhovalců, bylo subprime hypoték poskytnuto nejvíce.

Zvýšení delikvence u dlužníků, čili jejich neschopnost uhradit výši splátky ve stanovenou dobu, způsobilo finančním institucím značné potíže. Bankám se nedostávalo pravidelných příjmů z poskytnutých úvěrů, byly tedy nuceny zastavené nemovitosti zabavit a vydražit. Kvůli značnému propadu jejich cen je však prodaly s vysokými ztrátami, někdy hluboko pod původní cenu, na kterou byla hypotéka vystavena. Začalo tak zabavování nemovitostí po celých Spojených státech, jak ukazuje graf 3.12.

Zabavování amerických nemovitostí dlouhodobě v čase rostlo. Čtvrtletní průměr nucených prodejů nemovitostí za 2. čtvrtletí roku 1999 až 2. čtvrtletí roku 2006 je roven 661 tisícům. V následujícím období tedy od 3. čtvrtletí roku 2006 až do 2. čtvrtletí roku 2008 se čtvrtletní průměr zdvojnásobil na hodnotu 1,3 milionu, což jasně vypovídá o neschopnosti amerických domácností splácet své hypoteční úvěry.

Graf 3.12: Nucené prodeje domů od 2. čtvrtletí roku 1999 do 2. čtvrtletí roku 2008.



Zdroj: Mortgage Bankers Association, www.mbaa.org/default.htm

3.6 Shrnutí průběhu hypoteční krize

Úrodnou půdou hypoteční krize byly události přecházející jejím vzniku. Pád technologických akcií, zániky mnoha firem a oslabující se americký růst dohnal FED ke snižování úrokové sazby, aby na trzích obnovil potřebnou likviditu. Peníze se tak staly dostupné jak firemnímu sektoru, tak i veřejnosti.

Nízké úrokové sazby měly za následek úvěrovou expanzi. Najednou si mohli hypotéku dovolit téměř všichni bez ohledu na svou profesi či výši příjmu, protože splátky byly velmi nízké. Banky začaly inovovat své produkty a dělat je tak pro zákazníky co nejpritažlivější. Hypoteční produkty s odklady splátek a s průvodními nízkými úroky přilákaly zejména rizikové dlužníky, tzv. subprime, kteří jsou charakterističtí špatnou kreditní historií a nejistým příjmem. Zaměstnanci finančních institucí poskytující úvěry byli odměňováni od počtu sjednaných úvěrů. Jejich prověření rizika neschopnosti klienta splácet v budoucnosti hypotéku bylo velmi nedostačující.

Rostoucí ceny nemovitostí nechávaly banky, zprostředkovatele hypotečních úvěrů i dlužníky ve víře v jejich nekonečný růst. Kdyby se tedy dlužník dostal do nesolventnosti, banka by zastavenou nemovitost zabavila a následně prodala za vyšší cenu, než byla hodnota hypotéky. Banky a finanční instituce diverzifikovaly svá rizika vytvořením balíků, ve kterých byly hypoteční úvěry skryty spolu s úvěry o stejných charakteristikách jako jsou úvěry na kreditních kartách, studentské úvěry a jiné spotřebitelské úvěry. Následně je prodávaly institucím po celém světě. Americké CP byly historicky velmi žádaným produktem, investoři proto byli ochotni podstoupit vysokou míru rizika a sekuritizací vytvořené CP se velmi dobře prodávaly. Poskytovatelům hypoték se tak nabízel vhodný způsob financování dalších a dalších hypotečních produktů.

Po ročním udržování FFTR na 1 % se FED odhodlal k jejímu zvýšení. Během 2 let, od června 2004 do června 2006, se základní úroková sazba vyšplhala na 5,25 %. Nastal tak problém pro dlužníky, kteří si vzali hypotéku s pohyblivou úrokovou sazbou. Po uplynutí fixní doby úvěru se úroková sazba resetovala a následně zorientovala na některou z referenčních sazeb, která byla podstatně vyšší než původní sazba úvěru. Zvyšování míry delikvence dlužníků mělo za následek zabavování nemovitostí. Do roku 2001 musela americká domácnost ke koupi domu vynaložit přibližně 3,38 násobek svých celkových ročních příjmů. Během let 2001 až 2004 již musely domácnosti vynaložit 4,69 násobek. Toto zvýšení naznačuje nadhodnocení cen nemovitostí. Pokles poptávky a zvyšující se delikvence u dlužníků vyvolaly prasknutí bubliny s nemovitostmi. Ceny se tak napříč Spojenými státy začaly propadat a banky zabavené nemovitosti realizovaly hluboko pod původní cenu. Samy se tak dostaly do nesolventnosti vůči svým věřitelům.

4 Analýza příčin a dopadů krize na americký trh

Současná krize se do jisté míry podobá mnoha krizím předchozím. Díky globalizaci a vysokému stupni provázanosti všech světových trhů je ale dravější a rozsáhlejší než kterákoli jiná. Příčiny jejího vzniku jsou různorodé a složité.

4.1 Možné příčiny hypoteční krize

O hypoteční krizi na americkém trhu se začalo mluvit na přelomu let 2006 a 2007. Během pouhého roku se krize přesunula i do ostatních sektorů americké ekonomiky a postupně se rozšiřuje a přelívá vlivem provázanosti trhů i do ostatních ekonomik po celém světě.

Jako možné příčiny vzniku krize na americkém trhu hypoték jsou označovány:

- obchodování přes internet a následné splasknutí technologické bubliny,
- zásahy americké centrální banky,
- nezodpovědné chování bankovního sektoru a laxní praktiky v poskytování úvěrů, nadměrné poskytování úvěrů lidem s nedostačujícími kritérii pro získání půjčky, morální hazard,
- sekuritizace,
- obchodování s ABS.

4.1.1 Obchodování přes internet a následné splasknutí technologické bubliny

Nárůst cen technologických akcií byl vyvolán vírou investorů v permanentní růst hodnoty podniků, jejichž akcie se obchodovaly na trhu NASDAQ. Nereálné nadhodnocení a následný pád akcií ovlivnily reálnou ekonomiku. Ztrátové investice bylo nutno odepsat, mnoho firem se ocitlo v bankrotu a nebýt zásahů FEDu, hospodářství USA by se mohlo na začátku tisíciletí dostat do recese.

4.1.2 Zásahy amerického centrálního bankovního systému

Hospodářskému úpadku bylo včas zabráněno snižováním základní úrokové sazby FFTR. K výraznému oslabení ekonomiky tak vůbec nedošlo. Úvěry se touto cestou staly dostupnější, do ekonomiky začalo proudit více peněz, což pomohlo upadajícím firmám se vzpamatovat. Domácnosti i podniky získaly přístup k levným úvěrům. Spotřeba domácností se nijak rapidně nesnížila a růst hrubého domácího produktu se opět začal zvyšovat.

Vysoká úvěrová expanze byla přínosná v tom, že se mohutně zvýšily investiční aktivity. Na druhou stranu však měla za následek poskytování úvěrů méně bonitním klientům, a tak i vytvoření nekvalitních dluhových produktů.

4.1.3 Chování bankovního sektoru

Morální hazard, nezodpovědné chování a laxní praktiky bankovního sektoru měly za následek nadměrné poskytování úvěrů lidem s nedostačujícími kritérii pro získání půjčky. Úvěry byly vydávány bez dostatečného prověření rizika klienta.

4.1.4 Sekuritizace

Metodu sekuritizace začaly finanční instituce využívat k získávání kapitálu už v 70. letech minulého století. Jako první s ní přišli poskytovatelé hypoték a následně banky. Sekuritizovat lze víceméně každé aktivum, z něhož plyne nějaký pravidelný výnos, který je snadno do budoucna predikovatelný. Je to tedy proces, ve kterém je ze souboru nelikvidních aktiv vytvořen obchodovatelný cenný papír; neboli je to zabalení aktiv, např. pohledávek, do formy dluhopisu a jeho následný prodej investorům, na které tak přechází úvěrové riziko.

Proces spočívá v tom, že poskytovatelé úvěrů, ať už banky nebo nebankovní instituce, předávají sestavené smlouvy (hypotéky, leasingové smlouvy, jiné druhy úvěrů) některým ze specializovaných úvěrových nebankovních společností, tzv. nezávislým speciálním subjektům (SPV – Special Purpose Vehicle), což jsou společnosti vytvořené za účelem sekuritizace aktiv, které vydáváním speciálních cenných papírů (dluhopisů nebo úpisů) znovu tato aktiva financují. Takto vzniklé cenné papíry, neboli asset bucket securities (ABS), jsou kryty peněžními příjmy z aktiv portfolia. Dalším subjektem objevujícím se v tomto procesu je investiční banka, která ABS kupuje za účelem dalšího prodeje investorům.

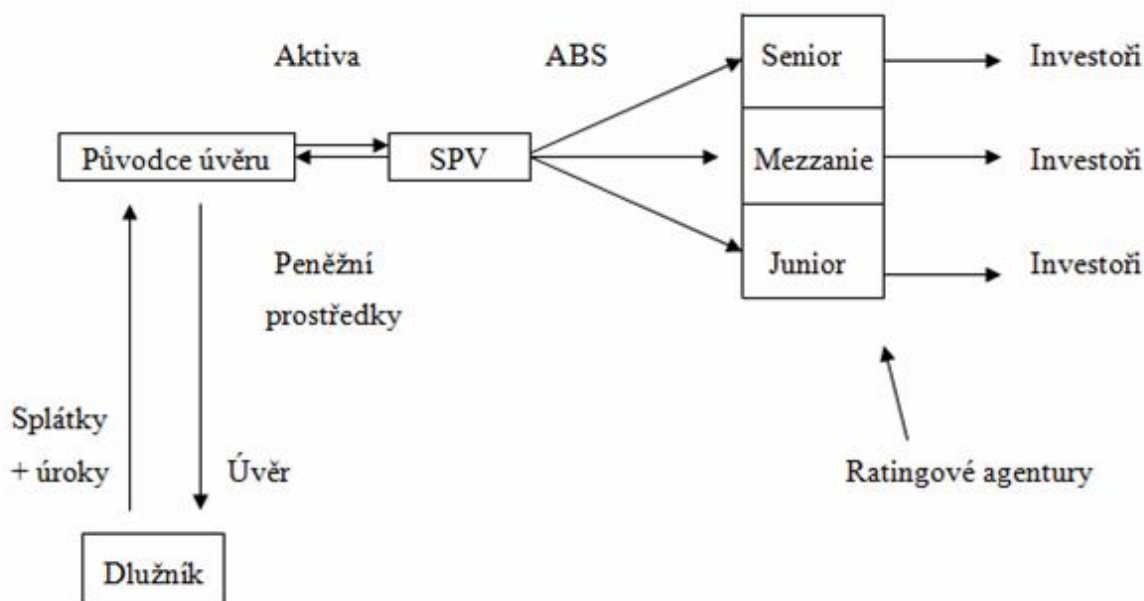
Výhodou sekuritizace je, že při podstoupení tohoto procesu získá původní věřitel peníze ihned, aniž by musel čekat, až mu dlužník zaplatí. Snadno tak získá najednou peníze z něčeho, co by mu dlužník splácel řadu let, čímž omezuje riziko svého podnikání.

Např. společnost chce získat finanční prostředky. Kdyby využila financování emisí vlastních dluhopisů, bylo by splacení těchto cenných papírů garantováno pouze její existencí. Pokud by ale na místo toho využila sekuritizaci aktiv, bylo by splacení garantováno výnosem, který by plynul z těchto aktiv.

Investor, který si takto zabalené pohledávky, respektive pravidelný příjem z nich, koupí, dostane o něco vyšší výnos, než kolik slibují třeba vládní obligace. Na druhé straně je sekuritizace nevýhodná svými vysokými náklady. Běžný objem sekuritizovaných aktiv se v USA pohyboval ve výši 1 až 6 miliard USD.

Následující schéma 4.1 představuje cestu úvěru od dlužníka, přes finanční instituci, která úvěr vytvoří, následný prodej SPV, která z množství nakoupených úvěrů vyhotoví shluk CP, jež rozdělí na tranše podle rizikovosti, nechá je ohodnotit ratingovou agenturou a jednotlivé tranše pak končí v portfoliích investorů.

Schéma 4.1: Vznik úvěru a jeho transformace na strukturovaný cenný papír obchodovaný na kapitálovém trhu.



Sekuritizace amerických hypoték zažila v posledních dvaceti letech výrazný rozvoj. S rostoucím objemem v poskytování hypoték bylo třeba hledat nové finanční zdroje. Sekuritizace dluhu se nabízela jako jedna z alternativ pro získání finančních prostředků. V získávání zdrojů amerických bank a společností se, jak ukazuje i graf 4.1, stala sekuritizace velmi používanou.

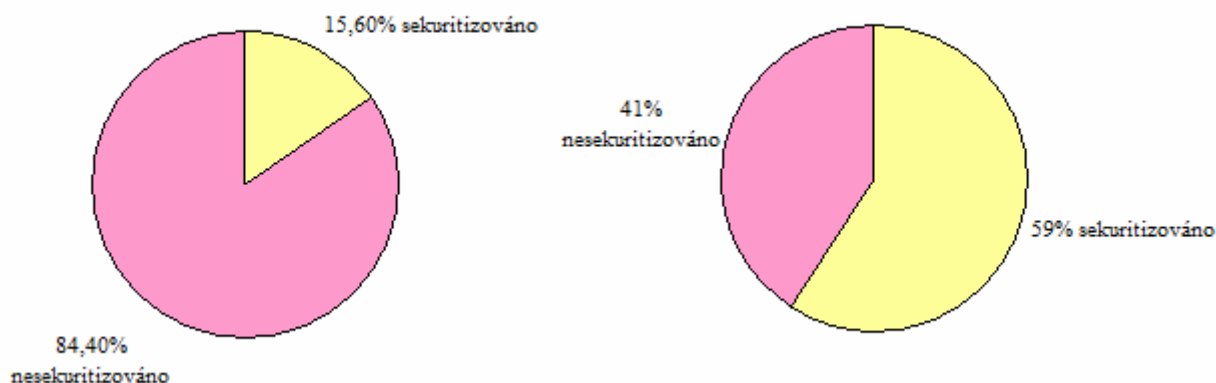
V roce 1980 činil celkový objem hypoték na americkém trhu 958 miliard dolarů. Z tohoto objemu bylo sekuritizováno 15,6 % úvěrů, což představuje částku 149,5 miliard USD. Ve druhém čtvrtletí roku 2008 se původní objem zněkolikanásobil na hodnotu 11,3 bilionu dolarů. Sekuritizovaný objem hypoték tak představuje sumu 6,67 bilionu dolarů.

4.1.5 Obchodování s ABS (Asset Backed Security)

Největšími investory do ABS jsou investiční fondy, hedgeové fondy¹³, pojišťovací společnosti a penzijní fondy. Pojišťovny a penzijní fondy jsou v investování do CP, které

¹³ Hedgeové fondy - typ investičních fondů, které na rozdíl od běžných podílových fondů investují prostředky nejen do akcií a dluhopisů, ale i nemovitostí, finančních derivátů nebo komodit. Je určen pro kvalifikované, nikoli drobné investory.

Graf 4.1: Objem hypotečních úvěrů k roku 1980 až k 2. čtvrtletí roku 2008.



Zdroj: Board of Governors of the Federal Reserve System; www.federalreserve.gov

nejsou začleněny do investičního pásma, limitovány, přesto díky obchodům s nimi utrpěly značné ztráty.

ABS jsou obchodovatelné cenné papíry zajištěné aktivy. Staly se velmi populárním produktem, který přitáhl díky své rentabilitě, na druhé straně však rizikovosti, hromadu investorů. ABS spočívají v kompilaci obecně neobchodovatelných aktiv, které jsou podobných charakteristik jako například úvěry a hypotéky, do obchodovatelných nástrojů vykazující různé stupně rizikovosti. Počátečním vlastníkem těchto aktiv je původce, zpravidla banka.

Hlavní výhodou je, že se většinou jedná o vysoce hodnocené nástroje, které nabízejí zajímavější rozpětí než podobně hodnocené podnikové dluhopisy: v roce 2007 mělo přes 80 % vydaných ABS ratingové hodnocení AAA.

Mezi nejvíce zastoupené druhy strukturovaných cenných papírů patří:

- Mortgage Backed Security (MBS)
 - Je to cenný papír zajištěný hypotékami. Ve své podstatě jde o CP zajištěný aktivy, ovšem tato aktiva pocházejí z hypoték fyzických osob.
 - Kupóny a jmenovitá hodnota dluhového cenného papíru se investorům splácejí z peněžních toků od příjemců hypoték. Tak se neobchodovatelné nástroje (tj. úvěry) konvertují na obchodovatelné cenné papíry. Instituce, jež poskytla úvěry, obvykle prodá portfolio úvěrů fondu či agentuře, která úvěry splatí prodejem cenných papírů zajištěných hypotékami investorům. Instituce tak vyjme aktiva ze své rozvahy.

- Collateralized Debt Obligations (CDO)
 - Je to dluhová obligace se zástavou, neboli zajištěná dluhová obligace. Tento finanční instrument je vytvořen za účelem přenosu kreditního rizika portfolia podkladových aktiv do jiných finančních instrumentů a na jiné subjekty. Pomocí CDO má banka možnost regulovat svou kapitálovou strukturu. Tyto cenné papíry vznikají z velkého balíku dluhů.
 - Balík představuje obvykle několik set úvěrů a je rozdělen na několik dílů, tzv. tranší, které se liší svou kvalitou a cenou. Tranše se rozděluje podle rizika od junior tranše, která je nejrizikovější, přes mezzanie tranši k senior tranši. Tranše přesně vymezují práva investorů včetně postupu při tzv. absorbování ztrát. To znamená, že když dlužník přestane splácet podkladová aktiva (svůj úvěr), tak třeba u junior tranše hrozí, že investor nedostane plánované úroky a ztratí jistinu. Mezzanie tranše je méně riziková a absorbuje ztráty až v případě úplné likvidace junior tranše. Senior tranše slibuje nejnižší riziko a obvykle má vysoký rating.
 - Předností CDO je kvalitní diverzifikace rizika, díky které je poměr riziko/výnos velmi atraktivní. Na druhou stranu ale disponují velmi nízkou likviditou. Jednotlivé tranše jsou totiž připravovány na míru jednotlivým investorům, takže prodat je před datem splatnosti je velmi obtížné. Jejich nízká likvidita se odráží v ceně a výnosu, ale fond, který by byl donucen své investice do CDO předčasně likvidovat, by tak musel učinit s velkou ztrátou.

Nejvíce se obchodovaly právě tyto cenné papíry, tedy MBS vzniklé sekuritizací hypotečních úvěrů a CDO vzniklé sekuritizací komerčních půjček.

4.1.6 Postavení a hodnocení ratingových agentur

Ratingové agentury jsou nezávislé instituce, jejichž hlavním úkolem je, pokud možno v celosvětovém měřítku, vytváření hodnocení světových subjektů a jejich vzájemné porovnávání. Rating, který agentury zveřejňují, je stanovení rizika nedodržení závazku, zkoumá tedy platební schopnost daného subjektu. Touto činností se jako první, v roce 1909, začal zabývat John Moody, který nabídl investorům hodnocení dluhopisů železničních společností. V roce 1924 mělo téměř 100 % amerických dluhopisů rating. Ratingových agentur je celá řada, z těch nejprestižnějších jsou to např. Standard & Poor's, Moody's nebo Fitch IBCA.

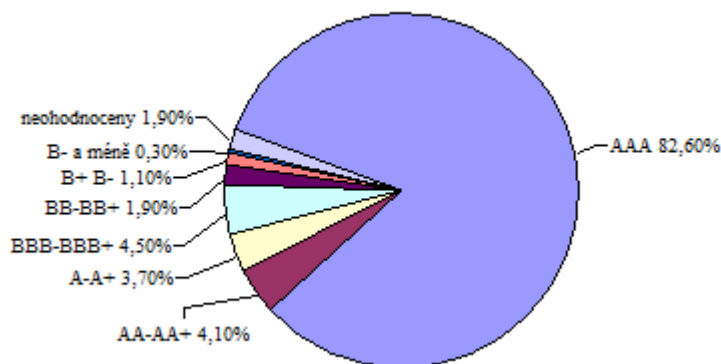
Celkový rating se posuzuje podle různých mikroekonomických kritérií (sledují vnější i vnitřní prostředí) a značí se většinou několika prvními písmeny abecedy. Každá ratingová agentura však hodnotí rating trochu jinak a má svůj vlastní žebříček.

Důležitým mezníkem v žebříčku je hodnocení BBB- popř. Baa3. Od těchto bodů níže se hodnotí subjekty, které by nemusely být schopny dostát svým závazkům. Nachází se v tzv. spekulativním pásmu, naopak podniky nad výše zmíněným hodnocením se nacházejí ve stupni investičním.

Rating přímo ovlivňuje především dluhopisy, konkrétně rozdíl mezi výnosy s velmi nízkým rizikem (rating AAA) a výnosy dluhopisů s daným nižším ratingem. Na druhou stranu je chování finančních instrumentů ovlivňováno takovým množstvím různých faktorů, že se mezi nimi vliv ratingu a jeho změn poněkud ztrácí.

V případě hypoteční krize šlo o zanedbání hlubších průzkumů amerických společností, bank a jimi emitovaných cenných papírů ze strany ratingových agentur. Jak je vidět z následujícího grafu 4.2, většina emitovaných ABS byla ohodnocena nejvyššími ratingy. Díky vysokému ohodnocení a slibným výnosům investorů do těchto cenných papírů stále přibývalo.

Graf 4.2 : Hodnocení ABS ratingovými agenturami ke konci roku 2007.



Zdroj: Mortgage Bankers Association, www.mbaa.org/default.htm

Cenné papíry skončily jako dluh AAA v portfoliích zahraničních institucionálních investorů, hedgeových fondů či evropských bank. Jindy se staly podkladem pro další kolo sekuritizace, kdy byly oproti příjmům z těchto dluhopisů vydány nové cenné papíry. Mohlo se tedy stát, že investoři nakupovali CDO kryté CDO, které bylo opět kryté CDO. Vznikl tedy potenciálně velice křehký a vysoce komplexní systém.

4.2 Dopady hypoteční krize na americký trh

Dopady na americké hospodářství ale i dopady na světové ekonomiky jsou zřejmé. V této části jsou rozebrány převážně dopady hypoteční krize na americký trh: dopady makroekonomické – jsou zde znázorněny změny základních makroekonomických agregátů vlivem krize; a dopady mikroekonomické, kterými byli postiženi běžní občané, banky, firmy, obchodníci a další.

4.2.1 Makroekonomické dopady

Dopady do ekonomiky jako celku se dají vždy stanovit s jistým zpožděním. Tak je tomu i v tomto případě. Je tedy předčasné hovořit o konečných dopadech na americké hospodářství. Nicméně základní makroekonomické ukazatele během krize jisté změny zaznamenaly, jak je shrnuto v následujícím textu.

- **Hospodářský růst**

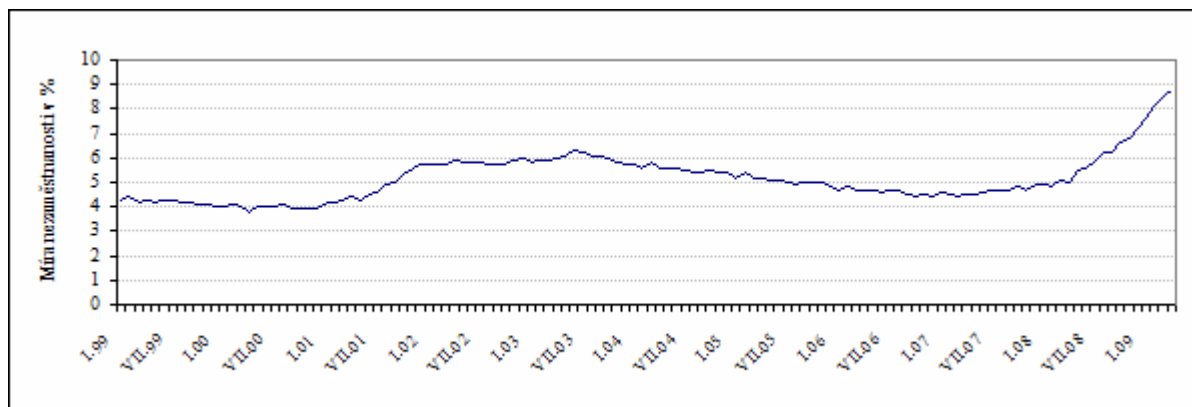
Amerika jako světová hospodářská velmoc byla a stále je považována za hnací sílu světového hospodářského růstu. Z mnoha důvodů se však její ekonomický růst začal meziročně zpomalovat, viz graf 3.4, a to z několika důvodů. K hlavním patří snížení investiční aktivity v důsledku zvyšující se nedostupnosti úvěrů. Na snížení růstu se podílelo i výrazné zvýšení cen energetických zdrojů. Uvedené faktory se podílely na snížení poptávky u domácností a firem, což se promítlo do míry růstu amerického výstupu.

- **Míra nezaměstnanosti**

Nedostupnost úvěrů a snižování produkce donutily americké firmy snižovat své náklady. Protože nejvyššími náklady bývají zpravidla mzdové náklady, začaly firmy v lepším případě zaměstnancům pracovní dobu zkracovat a tak vyplácet i nižší mzdy. V tom horším případě, např. při krachu společnosti nebo velkém omezení výroby, ztratilo mnoho lidí svá zaměstnání. To se samozřejmě projevilo i v růstu míry nezaměstnanosti, jak znázorňuje následující graf 4.3.

Během roku 2008 přišlo o zaměstnání na americkém trhu více jak 3 miliony lidí, v posledním čtvrtletí roku 2008 bylo zrušeno na 1,6 milionů pracovních míst. K 1. 4. 2009 je na americkém trhu 6, 022 milionu nezaměstnaných.

Graf 4.3: Vývoj míry nezaměstnanosti USA od roku 1999 do dubna 2009.

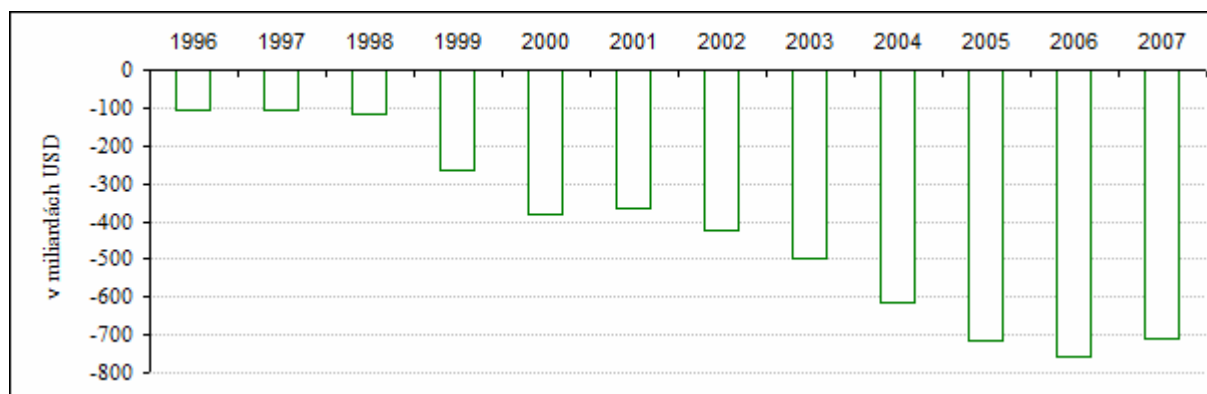


Zdroj: U.S. Department of Labor, www.dol.gov

▪ Zadluženost

Jakmile centrální banka odstartovala snižování úrokové sazby, začaly americké domácnosti více utrácet. Jelikož míra úspor amerických domácností byla velmi nízká, začali žít lidé na dluh. Vysoká poptávka po zboží vyvolala zvýšení importu do země, tamní výrobci totiž nestačili uspokojovat tak vysoké požadavky obyvatelstva a protože zahraniční zboží bylo ve srovnání s tuzemským levnější, v důsledku propadnutí kurzu dolaru vůči ostatním měnám se začala obchodní bilance Spojených států dostávat čím dál víc do záporných hodnot – viz graf 4.4.

Graf 4.4: Obchodní bilance USA v období 1996–2007.



Zdroj: Eurostat; <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>

▪ Úrokové sazby

Pokles ekonomického růstu a zvyšující se míra nezaměstnanosti vyvolala změnu monetární politiky. 18. září 2007 snížil FED FFTR z 5,25 % na 4,75 %. Během následujících 14 měsíců se sazba snížila o více než 4,75 p. b. Od 16. listopadu 2008 se FFTR pohybuje v rozmezí 0 až 0,25 %, viz graf 3.10.

Diskontní sazba FEDu je v současnosti (duben 2009) na úrovni 0,5 %.

U. S. Prime Rate je ve výši 3,25 %.

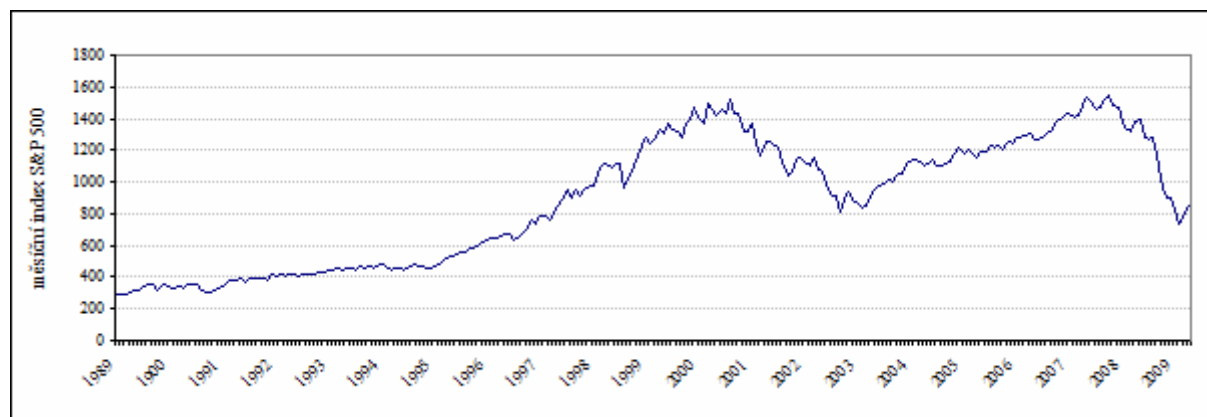
- **Akciový trh**

Výkyvy na akciových trzích jsou spojeny s panikou, rostoucí nedůvěrou a nejistotou mezi jednotlivými účastníky trhu, s rostoucími cenami surovin a nedostatečnou likviditou na trhu. Pády bank, spekulace a špatné zprávy z médií se odrážejí na chování akciových indexů.

Nejlepším a nejjednodušším nástrojem měření výkonnosti amerického trhu je index S&P 500. Zahrnuje 500 společností, které zastupují hlavní průmyslová odvětví americké ekonomiky a představují tak přibližně 75 % pokrytí trhu amerických akcií.

Dá se říci, že tento index kopíruje náladu a vývoj na americkém trhu. Volatilita odráží chování a očekávání jednotlivých investorů. Následující graf 4.5 zobrazuje vývoj indexu S&P 500. V grafu jsou zřetelné dvě bubliny. První, technologická bublina se vytvářela během 90. let a blíže je popsána v kapitole 3.4.1. Druhá, úvěrová bublina se začala vytvářet kolem roku 2003 a z grafu se dá usuzovat, že její konec nastal na přelomu roku 2008 a 2009.

Graf 4.5: Bodový vývoj měsíčního indexu S&P 500 od roku 1989 do dubna 2009.



Zdroj: www.finance.yahoo.com

Svého vrcholu dosáhl index S&P 500 v červenci 2007, kdy se vyšplhal na hodnotu 1556 bodů. Za celý rok 2008 ztratil 38,5 %. V únoru 2009 se index propadl na dvanáctileté minimum 735 bodů. V současnosti (duben 2008) se pohybuje kolem 845 bodů. Jeho mírné posilování od března 2009 je způsobeno pozitivními zprávami bankovního sektoru. Přední americké banky jako Citigroup, JP Morgan a Bank of America totiž oznámily, že se jejich hospodaření během prvních dvou měsíců letošního roku vrátilo do kladných hodnot.

4.2.2 Mikroekonomické dopady

Následky hypoteční krize se přelývaly z jednotlivých sektorů amerického hospodářství od počátku roku 2007. Nejvíce zasaženým se stal bankovní sektor, dále pak automobilový průmysl a domácnosti.

- Bankovní sektor

Jako vůbec prvním krizí zasaženým sektorem byl sektor finanční. Krize začala být zřejmá v únoru 2007, kdy HSBC, která se stala v roce 2008 největší světovou bankou, odepsala ze svého portfolia 10,5 miliardy dolarů.

Doposud krize zasáhla většinu bank, jejichž dceřiné společnosti se zabývaly právě nabízením subprime hypoték. Kolem 40 %¹⁴ všech subprime hypoték bylo vytvořeno nebankovními finančními společnostmi, které ve většině případů postupně od poloviny roku 2006 vyhlásily bankrot, šly do konkurzu nebo byly odkoupeny silnějšími společnostmi. Během roku 2007 začala na trzích působit panika, která donutila investory vycouvat z rizikových obchodů a nejistého kapitálu a vložit peníze do investic udržujících hodnotu.

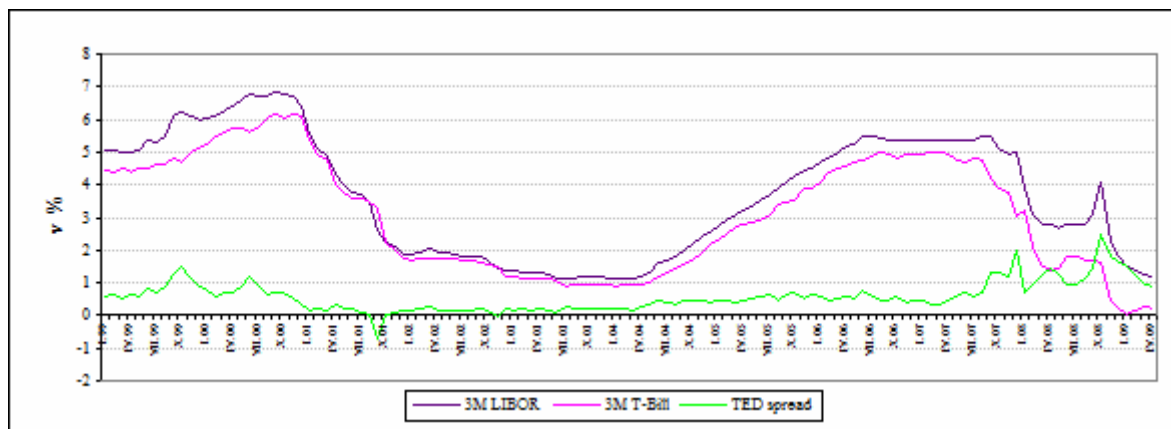
Podle MMF nesplácení půjček a předpoklady k nesplácení způsobily propad zisku amerických bank ve 4. čtvrtletí roku 2006 z 35,2 miliardy dolarů na 646 milionů dolarů ve 4. čtvrtletí roku 2007.

Pádem Lehman Brothers v září 2008 dosáhla krize svého vrcholu. Během dvou dnů bylo z peněžních fondů v Americe vybráno 150 miliard dolarů, přičemž průměrný dvoudenní výběr se do té doby pohyboval na úrovni 5 miliard. V důsledku to znamenalo, že peněžní trh se stal obětí bankovního runu. Jak naznačuje graf 4.6 míra rizika mezibankovního půjčování TED spread se během září 2008 zečtyřnásobila a zmrazení kapitálu (credit crunch) dovedl finanční systém na pokraj kolapsu. Reakce FEDu byla okamžitá. Během 4. čtvrtletí roku 2008 koupily FED a jiné banky vládní dluh a problémová aktiva od bank v hodnotě 2,5 bilionů USD. Tato operace představovala největší injekci státu do kapitálového trhu a největší opatření monetární politiky v celosvětové historii.

Historicky se TED spread pohyboval pod hodnotou 0,5 %, od srpna 2007 se jeho hodnota pohybovala okolo 1 % a ve druhé polovině září 2008 dosáhla jeho hodnota 3 %. Tato hodnota naznačuje nedůvěru na mezibankovním trhu.

¹⁴ IMF Working Paper; Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developement in U.S. Subprime Mortgage Markets. John Kiff a Paul Mills

Graf 4.6: TED spread jako rozdíl mezi LIBOR USD 3M a T-Bill 3M.



Zdroj: Wall Street Journal; www.wsjprimerate.us

Následující události představují problémy finančních institucí zasažených krizí, které byly převzaty jinou institucí, znárodněny vládou nebo centrální bankou, nebo podlehly bankrotu.

- Jaro 2007 – několik společností poskytujících hypotéky se ocitlo v problémech, New Century Financial žádá o ochranu před věřiteli.
- 7. července 2007 – pátá největší investiční banka na Wall Street, Bear Stearns, oznámila zmrazení výběrů vloženého kapitálu u dvou svých hedgeových fondů. V březnu 2008 byla banka Bear Stearns převzata bankou JP Morgan Chase za 1,2 miliardy dolarů.
- 16. srpna 2007 – Countrywide Financial, největší poskytovatel hypoték v USA, se vyhnul bankrotu díky půjčce 11 miliard dolarů od ostatních bank.
- 11. července 2008 – IndyMac Bank, vedoucí americká banka v poskytování Alt-A úvěrů, byla kvůli zachování likvidity dána pod správu FDIC¹⁵.
- 7. září 2008 – americká vláda se rozhodla převzít kontrolu nad klíčovými státními hypotečními agenturami FNMA a FHLMC. Vláda se zaručila za dluhy těchto agentur a podpořila je kapitálem v objemu 200 miliard USD.
- Září 2008 – druhá největší americká bankovní skupina Bank of America převzala za 50 miliard dolarů největší světovou makléřskou společnost Merrill Lynch.
- 14. září 2008 – čtvrtá největší americká investiční banka Lehman Brothers požádala o soudní ochranu před věřiteli dle hlavy 11 bankrotového zákona.

¹⁵ Federal Deposit Insurance Corporation je instituce, která má právo převzít depozita bank nebo určit banku, která depozita druhé banky převezme. FDIC poskytuje pojištění vkladů do částky 250 000 USD členským bankám.

- 17. září 2008 – FED společně s vládou zachránil jednu z největších světových pojišťoven American International Group (AIG) úvěrem 85 miliard dolarů. Vláda převzala v pojišťovně 79,9 procent akcií.
- 20. září 2008 – Americká vláda navrhla vyčlenit na vykoupení ztrátových a rizikových aktiv, která prohlubují krizi ve finančním sektoru, 700 miliard dolarů.
- 22. září 2008 – Investiční banky Goldman Sachs a Morgan Stanley požádaly FED o souhlas se změnou firemní struktury. Z institucí se tak staly bankovní holdingy, které budou podléhat doзору FEDu a které budou moci provozovat i komerční bankovníctví.
- 26. září 2008 – Vláda uzavřela největší domácí spořitelnu Washington Mutual. Pád je největším krachem v historii bankovního sektoru USA.
- 29. září 2008 – Sněmovna reprezentantů odmítla plán podpory finančního systému v hodnotě 700 miliard dolarů. Odmítnutí vyvolalo na burzách největší propad od krachu v říjnu 1929.
- 3. října 2008 – Šestou největší americkou banku Wachovia získala největší americká finanční skupina Citigroup. Později byla tato dohoda odvolána a Wachovii nakonec získala za 15,1 miliardy dolarů konkurenční banka Wells Fargo.
- 3. října 2008 – Kongres schválil plán stabilizace finančního systému hodnotě 700 miliard dolarů.
- Vládní agentury FNMA a FHLMC

Situaci, již nastala na americkém trhu s bydlením, má do jisté míry na svědomí i vláda a vládní instituce USA. Po mnoho let se americká politika snažila podporovat bydlení zvyšováním dostupnosti úvěrů pomocí vládou sponzorovaných agentur. V současnosti se agentury neomezují pouze na úvěry zajištěné FHA nebo VA, ale obchodují i s běžnými hypotečními úvěry. Nákupem úvěrů poskytují samotným tvůrcům úvěrů finanční prostředky k uzavírání dalších úvěrových smluv. Jejich úvěrové portfolio pak slouží jako zajištění cenných papírů, které vydávají a prodávají na kapitálovém trhu ve formě MBS.

Ke konci Clintonovy a v počátcích Bushovy vlády došlo k velkému úsilí o změnu regulací v GSE. Šlo zejména o zvýšení podílu rezervního kapitálu, ze kterého by byly hrazeny případné ztráty.¹⁶ Z různých politických důvodů se to ale nepodařilo prosadit. Členové Kongresu i Bushovy vlády podporovali GSE při zlepšování dostupnosti bydlení formou

¹⁶ Z celkového kapitálu tvoří rezervní kapitál u těchto společností 3,5%.

vykupování Alt-A a subprime hypoték. Po dobu své existence a převážně v období úvěrové expanze si ve svých portfoliích akumulovaly kvanta těchto hypoték a MBS. Ve druhé polovině roku 2007 se GSE začaly potýkat se značnou mírou opoždujících se plateb od svým dlužníků. Na jaře 2008 bylo jasné, že obě agentury jsou ve značných potížích. V červenci 2008 rozhodl Kongres o tom, že bude lepší tyto společnosti převzít než je regulovat. V září byly GSE převedeny pod nucenou správu Federal Housing Finance Agency.

Po dobu existence GSE byla ze státního rozpočtu na udržení těchto gigantů vydána obrovská suma peněz. V roce 1995 činila vládní podpora 4,7 miliard USD, v roce 2003 13,7 miliard USD a v roce 2006 25 miliard USD.

- Automobilový průmysl

Oslabení automobilového průmyslu je spojeno s ropnou krizí již od roku 2003. Neustále se zvyšující ceny pohonných hmot způsobily odvrát zákazníků od sportovně užitkových vozů a vozidel pick up, jejichž spotřeba je velmi nákladná. Tyto typy vozidel byly nejvíce nabízeným zbožím na americkém trhu „velkou trojkou“ (General Motors, Ford a Chrysler). Automobilový průmysl nejvíce krizi pocítil ve druhé polovině roku 2008, zákazníci se začali orientovat na levnější zahraniční značky z Japonska a Evropy. Velká trojka opustila vývoj osobních vozidel a zaměřila se na nákladní vozy kvůli vyšším ziskům, aby si tím vykompenzovala dražší pracovní sílu oproti svým neodoborovým konkurentům.

Od začátku roku 2009 je celosvětový automobilový průmysl těžce zasažen ekonomickým zpomalením napříč hranicemi. Společnosti jsou nuceny používat kreativní marketingové strategie, aby přilákaly zákazníky.

Podíl velké trojky na americkém trhu se snížil ze 70 % z roku 1998 na 53 % v roce 2008. Díky obrovským ztrátám uzavřela několik svých továren a začala masivně propouštět. V září 2008 byla automobilkám vládou poskytnuta půjčka 25 miliard dolarů.

4.3 Reakce americké centrální banky

Hlavní prioritou ekonomů je obnovit základní funkci finančního systému, tedy zpřístupnit úvěry firmám a domácnostem a podporovat důvěru na trhu. FED ve spolupráci se světovými centrálními bankami provedl několik kroků ke zmírnění dopadů krize. V zásadě má reakce FEDu dvě linie. Na jedné straně se snaží podporovat tržní likviditu a na druhé straně funguje za účelem dosažení svých makroekonomických cílů.

K postupnému obnovení likvidity na trzích začal FED od 18. 9. 2007 snižovat svou základní úrokovou sazbu. Od 16. 11. 2008 se FFTR pohybuje v rozmezí 0–0,25 %, což je nejnižší míra v historii. Diskontní úroková sazba se pohybuje na úrovni 0,5 %. V červenci

2008 byla dokončena nová pravidla pro poskytovatele hypoték, která by měla obnovit důvěru na hypotečním trhu.

FED pomocí termínovaných aukcí (Term Auction Facility) poskytuje bankám krátkodobé úvěry za účelem zvýšení likvidity. Měsíční objem těchto aukcí byl v břenu 2008 zvýšen z 60 miliard dolarů na 100 miliard dolarů a byly vytvořeny ke zvýšení schopnosti finančních institucí prodat ABS a ostatní dluhy. V říjnu 2008 rozšířil FED kolaterály na komerční CP, které odkoupil ve výši 271 miliard USD. Jedním z faktorů, které omezují banky v poskytování úvěrů, je značné množství toxických aktiv, jež drží ve svých bilancích. Obtížnost spočívá hlavně v ocenění těchto CP. Kdyby je chtěly vládní instituce odkoupit, stanovení ceny by bylo příliš složité.

4.4 Reakce vlády

Housing and Economic Recovery Act 2008 obsahuje šest samostatných zákonů, jejichž cílem je obnovit důvěru v americký hypoteční trh. Zákon zajišťuje 300 miliard USD ve formě půjček, které pomohou přibližně 400 tisícům dlužníkům. Akt vytváří nového federálního regulátora, který má zajistit bezpečné hospodaření ve vládních agenturách a federálních bankách zabývajících se půjčkami; zvyšuje strop na dolarovou hodnotu hypoték, které mohou zakoupit GSE; zajišťuje půjčky hypotečním bankéřům za účelem refinancování hypoték dlužníkům, jimž hrozí zabavení domů; pomáhá místním samosprávám ke koupi a obnově zabaveného majetku. Akt mj. vyžaduje, aby poskytovatelé úvěrů zveřejňovali více informací o produktech, které nabízejí.

Jedním z dalších kroků vládní pomoci jsou vládní záchranné balíčky, které vyvolaly v Kongresu mezi jednotlivými stranami rozpory.

Dne 17. února 2009 podepsal americký prezident Barack Obama American Recovery and Reinvestment Act 2009 ve výši 787 miliard USD. Tento balíček slouží ke stimulaci agregátní poptávky v ekonomice. Zahrnuje více než 250 miliard USD na daňové úlevy a více než 500 miliard USD na vládní výdaje. Vládní výdaje budou poskytnuty převážně na pomoc v nezaměstnanosti, infrastrukturu, vzdělávání, zdravotní péči a pomoc státní a místní samosprávě.

Největší americké banky vlastníci přibližně dvě třetiny aktiv finančního sektoru USA budou podrobeny tzv. stress testu. Test má prokázat, zda jsou banky schopny přežít i ty nejtěžší problémy. Prokáže-li se, že tyto subjekty nemají dostatečný kapitál, dostanou půl roku na to, aby si potřebný kapitál zajistily u soukromého sektoru. V opačném případě mohou požádat o pomoc z vládního programu.

Americký ministr financí Timothy Geithner představil koncept tzv. špatné banky. „Bad bank“ by shromažďovala toxická aktiva od amerických bank a napomohla by tak odstranit obrovskou nedůvěru k bankám a znovu rozběhnout bankovní systém.

Podle rozpočtového výboru Kongresu (CBO – Congressional Budget Office) z 20. března 2009 budou Spojené státy v letošním roce hospodařit s rozpočtovým deficitem 1,8 bilionu dolarů, což představuje 13,1% hrubého domácího produktu USA.

4.5 Shrnutí příčin a dopadů hypoteční krize na americký trh

Vznik hypoteční krize amerického trhu je možné sledovat na několika faktorech. Sled událostí odehrávajících se bezprostředně před největším boomem s bydlením, pád technologických akcií a snížení FFTR, vytvořil vhodné podmínky pro vznik krize.

Krize může být připsána i celé řadě jiných faktorů jako je špatně nastavený systém poskytování úvěrů, lhostejné praktiky a postup hypotečních zprostředkovatelů, neschopnost dlužníků, následkem zvýšení úrokových sazeb, splácet hypoteční splátky, chování FEDu a ostatních účastníků trhu.

Značnou vinu za vznik krize nese taktéž sekuritizace velkého objemu hypotečních úvěrů. Sekuritizace umožňovala původním věřitelům zakrýt riziko snížené kvality úvěrů. Nové typy strukturovaných investičních produktů (ABS) umožňovaly bankám získávat nové zdroje k financování od finančně silných institucí. Díky hodnocení ratingových agentur investovaly do takto vzniklých produktů finanční i nefinanční instituce a vlády ze všech různých koutů světa. Tím se krize dostala za hranice Spojených států.

Hypoteční krize způsobila pokles ekonomické aktivity a útlum celosvětového růstu. Její krutost a délka je stále nejistá, přední průmyslové země se již nacházejí v recesi nebo se jí přibližují, globální zpomalení růstu se očekává hlubší a dlouhodobější, než se předpokládalo.

Banky zpřísnily svou úvěrovou politiku. Dostupnost úvěrů se tak zhoršila. Snížení investiční aktivity a zvyšování cen energetických zdrojů a surovin mají za následek zpomalení amerického výstupu. Pokles spotřeby amerických domácností se projevil poklesem poptávky po tuzemském i dováženém zboží. Problémy nastaly u hlavních obchodních partnerů USA, tedy u zemí Asie a Evropy.

Omezení investic donucuje firmy snižovat své náklady. Během roku 2008 došlo k masivnímu propouštění. Současná míra nezaměstnanosti (duben 2009) je na úrovni téměř 9 %. Volatilita na trzích je způsobena nedůvěrou a nejistotou mezi jednotlivými účastníky trhu. Pády bank a špatné informace o jejich hospodaření vyvolaly na trhu paniku. Krize ještě není zdaleka zažehnána a celkové její dopady nemusí být v této chvíli zcela zřetelné.

5 Závěr

Hypoteční krize, která časem vyprovokovala bankovní krizi a současnou krizi finanční, je výsledkem nadměrného poskytování úvěrů lidem s nedostačujícími kritérii pro získání půjčky a nadměrné angažovanosti investorů zapojit se do obchodů s ABS s vidinou vysokého výdělku. Nelze ale všechnu vinu dávat pouze těmto účastníkům. Dychtivými po zisku byli z velké míry i banky vytvářející úvěry a jejich pracovníci, jejichž hodnocení se odvíjelo právě od počtu sjednaných úvěrů. V neposlední řadě mělo na vznik krize vliv do karet nahrávající snížení základní úrokové sazby na americkém trhu, které laxní praktiky do jisté míry podpořilo a nepřímě mělo vliv na rostoucí ceny nemovitostí po celých Spojených státech.

Touha vlastnit dům se tak stala splnitelnou. Mnoho lidí, kteří by si za jiných okolností koupili nemovitosti dovolit nemohli, uskutečnilo svůj sen a začalo bydlet ve svém. Část z nich jen věřila, že ceny nadále porostou a oni pak nemovitosti budou moci s patřičným ziskem někdy v budoucnu prodat. Situace na trhu se ale obrátila a ceny nemovitostí začaly stagnovat a v některých částech USA razantně klesat. Spolu se zvyšující se úrokovou sazbou se zvýšily i pohyblivé úrokové sazby úvěrů a lidé se tak ocitali v nesolventnosti a v krajních případech začalo zabavování jejich nemovitostí.

Cílem této bakalářské práce bylo analyzovat dosavadní průběh krize na americkém trhu, popsat možné příčiny vzniku krize a její dopady na americké hospodářství. V práci bylo vystiženo několik faktorů, které krizi do jisté míry způsobily nebo jí bezprostředně předcházely a měly tak nepřímý vliv na její vznik. Mezi nepřímé příčiny vzniku patří splasknutí technologické bubliny a zásahy americké centrální banky v době před vypuknutím krize. Hlavní roli zde sehrál a jako hlavní příčinou vzniku krize je považován morální hazard. Banky a jiné subjekty uzavíraly při velmi nízkých úrokových sazbách hypotéky s vysokým rizikem nesplacení často na hodnotu převyšující hodnotu nemovitosti, která byla zastavena. Z části šlo o podcenění rizika na základě předpokladu růstu cen nemovitostí. Na trhu se objevilo mnoho investorů a zájemců o nemovitosti a tato silná poptávka vyvolala růst v jejich cenách.

Vysoké fixní náklady nutily poskytovatele hypoték vytvořit co nejvíce úvěrů a ty pak nejrychleji prodat. Většina amerických bank vytvořila a prodala úvěr v průběhu jednoho až dvou měsíců. Aby si mohly mezi sebou banky navzájem konkurovat, začaly vytvářet nové produkty, kterými nalákaly co nejvíce klientů.

Investiční banky (jako Lehman Brothers a Bear Stearn) a SPV skupovaly hypoteční úvěry komerčních bank, které shlukovaly do velkých balíků podle podobných charakteristik. Takto imaginárně vytvořené balíky rozsekaly na menší díly, které nabízely investorům v podobě strukturovaných cenných papírů. Investiční banky balily subprime hypotéky bez jakéhokoli ověření rizikovosti původní půjčky podkladového aktiva. Řetězec ABS se tak stal velmi komplexním a neprůhledným. Po vysokém ohodnocení ratingovými agenturami byly tyto nástroje prodávány po celém světě nejružnějším investorům jako jsou hedgeové fondy, penzijní fondy, investiční fondy a banky.

Ratingové agentury hodnotící rizika jednotlivých cenných papírů vydávaly na poplatcích za své hodnocení miliony dolarů. Jak se ukázalo na současné krizi, jejich hodnocení bylo založeno jednak na špatném modelu hodnocení a jednak na tom, že ratingová agentura je namísto kupcem CP placena prodejcem. Sekuritizace jako proces udržení likvidity a přesunu rizika od původce úvěru na jiné subjekty je zde chápána jako jedna z hlavních příčin krize a původce jejího šíření do jiných světových ekonomik pomocí sekuritizací vytvořených toxických CP, které se obchodují na světových kapitálových trzích.

Pokud jde o roli FEDu, tvůrce monetární politiky, snižování FFTR a uvolněné podmínky pro poskytnutí úvěrů měly vliv na úvěrovou expanzi, která zapříčinila růst cen nemovitostí. Následné zvýšení základní úrokové sazby a propad cen předražených nemovitostí vyvolalo delikvenci u spousty nejen subprime dlužníků. Banky přestaly dostávat měsíční splátky od dlužníků a tak začaly nemovitosti prodávat, kvůli propadu cen někdy hluboko pod jejich původní hodnotu. V závislosti na špatném splácení úvěrů se následně na trhu přehodnotily i ceny strukturovaných CP, jejichž podkladem byly zastavené nemovitosti. Ceny ABS výrazně klesly a mnoho investorů tak přišlo o velkou část svých investic.

Dopady krize na americké hospodářství jsou značné. Propuknutí krize nastalo, když se FED rozhodl k postupnému zvyšování sazeb. Peníze tak přestaly být levné a americké domácnosti začaly odkládat svou spotřebu a spořit. Pokles poptávky po zboží a službách ze strany domácností a zmrazení likvidity ze strany bank zapříčinil omezení výroby a nesolventnost mnoha firem. Tato situace donutila firmy snížit své náklady formou propouštění svých zaměstnanců nebo omezením výroby. Rapidně se tak zvýšila míra nezaměstnanosti a snížil hospodářský růst země.

Všechny následky krize nemusí být v současnosti jasné, díky dominovému efektu se mohou projevit v horizontu několika budoucích let. Krize způsobila pokles ekonomické aktivity a útlum celosvětového růstu. FED se nyní ve spolupráci s ostatními centrálními bankami snaží pomocí svých nástrojů zmírnit dopady krize postupnou obnovou likvidity

na trzích. Vláda svými záchrannými balíčky pomáhá tisícům dlužníků, bankám i firmám a snaží se tak stabilizovat americkou ekonomiku.

Expanze na americkém trhu s bydlením by nedopadla tak katastrofálně, kdyby se tolik ziskuchtivých institucí nezapojilo do sekuritizace, nákupu a prodeje strukturovaných CP. Tak jako na počátku oslnily nízké úrokové sazby běžného člověka a spolu s dalšími faktory ho nabádaly ke koupi nemovitosti, vysoké ratingy a ohromné budoucí výdělků lákaly do obchodů s atraktivními toxickými CP mnoho investorů z celého světa.

Splasknutí bubliny s nemovitostmi nemělo vliv pouze na hodnotu nemovitostí, ale i na celonárodní hypoteční trh, stavební firmy, realitní firmy a hedgeové fondy na Wall Street držené obrovskými institucionálními investory. Postupně se vytvořila bezprecedentní situace charakterizovaná nízkou likviditou, insolventností, propadem cen akcií a pádem ceny dolaru.

Hypoteční krize obecně vznikla selháním finančního sektoru, inovacemi ve finančních instrumentech a špatným zacházením s nimi, malou informovaností a lhostejností mezi jednotlivými subjekty trhu. FED se na počátku tisíciletí snažil zabránit recesi snižováním úrokových sazeb, to, že banky využily této příležitosti a začaly poskytovat úvěry i málo bonitním klientům, určitě nebylo úmyslem ani cílem FEDu. Sekuritizace jako revoluce ve finančním sektoru přinášela obrovské zisky. Transformace dluhu v něco obchodovatelného, přes všechny své nedokonalosti, vytvořila přínosné spojení mezi dlužníky a kapitálovým trhem.

Seznam použité literatury

- ARNOLD, Chris. Senate Panel Studies Subprime Loan Woes. NPR [online]. 2007.
Dostupné z WWW: <<http://www.npr.org/templates/story/story.php?storyId=9096735>>.
- BARTH, James R.; LI, Tong; PHUMIWASANA, Triphon; YAGO, Glenn. A short history of the sub-prime mortgage market meltdown. GH Bank Housing Journal [online]. 2008.
Dostupné z WWW: <<http://www.ghb.co.th/en/Journal/Vol2/04.pdf>>.
- BLACKBURN, Robin. The Subprime Crisis. New Left Review [online]. 2008, Vol. 50, p. 63–106. Dostupné z WWW:
<<http://www.newleftreview.org/?getpdf=NLR28403&pdflang=en>>.
- BLUNDELL, Adrian. Sub-prime Crisis: Causal Distortions and Regulatory Reform. RBA Annual Conference Volume [online]. 2008. Dostupné z WWW:
<http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/2008/Blundell-Wignall_Atkinson.pdf>.
- CALLIS, Robert R.; CAVANAUGH, Linda B. Census bureau reports on residential vacancies and homeownership. U.S. Census Bureau News [online]. 2007. Dostupné z WWW: <<http://www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/qtr107/q107press.pdf>>.
- DICKSON, Steve. Countrywide says disruptions may hurt profit. Bloomberg.com. 2008.
Dostupné z WWW: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601103&refer=news&sid=awWmNtGguiq0>>.
- DURČÁKOVÁ, Jaroslava; MANDEL, Martin. Mezinárodní finance. 2. vyd. Praha: Management Press, 2003. 394 s. ISBN 80-7261-090-2.
- DVOŘÁK, Pavel. Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. 343 s. ISBN 978-80-7400-075-1.
- FOOTE, Christopher L.; GERARDI, Kristopher, GOETTE, Lorenz; Willen, Paul S. Subprime Facts: What (We think) We Know about the Subprime Crisis and What We Don't. Public Policy Discussion Papers [online]. 2008. No. 08-2.
Dostupné z WWW: <<http://www.bos.frb.org/economic/ppdp/2008/ppdp0802.pdf>>.
- GILL, Ekaterina V. Subprime Mortgage Market Developments. ABA Journal daily news [online]. 2007. Dostupné z WWW:
<<http://www.abanet.org/rppt/publications/ereport/2007/5/RPEGill.pdf>>.

- GOLDSTEIN, Matthew. Bear Stearns' Subprime Bath. Business Week [online]. 2007. Dostupné z WWW: <http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/content/jun2007/db20070612_748264.htm>.
- HAGERTY, James R. Economy can withstand more mortgage foreclosures. Wall Street Journal online Guide to Realty [online]. 2007. Dostupné z WWW: <<http://www.realestatejournal.com/buysell/mortgages/20070320-hagerty.html>>.
- HELÍSEK, Mojmír. Měnové krize. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 180 s. ISBN 80-86419-82-7.
- LARSON, Michael D. How Federal Regulators, Lenders, and Wall Street Created America's Housing Crisis. Money and Markets [online]. 2007. Dostupné z WWW: <http://www.weissgroupinc.com/whitepaper1/Housing_white_paper.pdf>.
- MÁLEK, Jiří. Dynamika úrokových měr a úrokové deriváty. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 135 s. ISBN 80-86119-97-1.
- MUSÍLEK, Petr. Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech. Výzkumná studie [online]. 2004. Dostupné z WWW: <http://nb.vse.cz/kbp/TEXT/Grant_krize_1a.pdf>.
- SAUNDERS, Antony; CORNETT, Marcia M. Financial Markets and Institutions: An introduction to the risk management approach. 1. vyd. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2007. 696 s. ISBN 978-0-07-304169-8.
- SINHA, Preeti. The US Sub-prime Crisis: How Did it Happen? GT News [online]. 2007. Dostupné z WWW: <www.gtnews.com/article/7296.cfm - 27k>.
- SHERLUND, Shane M. The Past, Present, and Future of Subprime Mortgages, Finance and Economics Discussion Series 2008-63. Federal Reserve Board [online]. Washington, D.C. 2008. Dostupné z WWW: <<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2008/200863/>>.

Seznam použitých internetových portálů

Board of Governors of the Federal Reserve System.

Internetový portál dostupný z WWW: <<http://www.federalreserve.gov>>.

Eurostat.

Internetový portál dostupný z WWW:

<<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>>.

Mortgage Bankers Association.

Internetový portál dostupný z WWW: <<http://www.mbaa.org/default.htm>>.

U.S. Census Bureau.

Internetový portál dostupný z WWW: <<http://www.census.gov>>.

U.S. Department of Housing and Urban Development.

Internetový portál dostupný z WWW: <<http://www.hud.gov>>.

U.S. Department of Labor.

Internetový portál dostupný z WWW: <<http://www.dol.gov>>.

Wall Street Journal.

Internetový portál dostupný z WWW: <<http://www.wsjprimerate.us>>.

Wholesale Access.

Internetový portál dostupný z WWW: <<http://www.wholesaleaccess.com>>.

Wikipedia.

Internetový portál dostupný z WWW: <<http://www.wikipedia.org>>.

YAHOO! Finance.

Internetový portál dostupný z WWW: <<http://www.finance.yahoo.com>>.

Seznam použitých zkratk

ABS – Asset Backed Securities

ARM – Adjustable Rate Mortgage

CBO – Congressional Budget Office

CDO – Collateralized Backed Securities

CP – cenný papír

ČNB – Česká národní banka

ERM – Evropský mechanismus směnných kurzů; založený roku 1979 za účelem redukovat variabilitu měnových kurzů a dosáhnout monetární stability v Evropě.

FED – Federal Reserve System

FFTR – Federal Funds Target Rate

FHA – Federal Housing Administration

FHLMC – Federal Home Loan Mortgage Corporation

FICO – Fair Isaac Company

FNMA – Federal National Mortgage Association

FOMC – Federal Open Market Committee

FRM – Fixed Rate Mortgage

GEM's – Growing-Equity Mortgages

GNMA – Government National Mortgage Association

GPM's – Graduated-Equity Mortgages

GSE – Government Sponsored Enterprises

HDP – hrubý domácí produkt

LIBOR – London InterBank Offered Rates

MBS – Mortgage Backed Securities

MMF – Mezinárodní měnový fond

NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotations

NINJA – No Income, No Jobs, or Assets

p. b. – procentní bod

S&L – savings & loans

S&P – Standard & Poor's

SAM – Shared-Appreciation Mortgage

SEC – Securities and Exchange Commission

SPV – Special Purpose Vehicle

USA/US – United States of America/United States

USD – americký dolar

VA – Veterans Administration

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, bakalářskou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že jeden výtisk bakalářské práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího bakalářské práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o bakalářské práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, bakalářskou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 7. května 2009.

Lenka Jakůbková

Adresa trvalého pobytu:

Dvořákova 315/20

741 01 Nový Jičín